

INSIDERREGELN IM WERTPAPIERGESCHAFT
AUSGEWÄHLTER LÄNDER

VORGELEGT
VON
DIPL.-KFM. DETLEF ANGER
AUS
BERLIN

1981



Digitized by the Internet Archive
in 2026

INSIDERREGELN IM WERTPAPIERGESCHÄFT
AUSGEWÄHLTER LÄNDER

INAUGURAL-DISSERTATION
ZUR ERLANGUNG DES AKADEMISCHEN GRADES
EINES DOKTORS DER WIRTSCHAFTS- UND SOZIALWISSENSCHAFTEN
(DR. RER. POL.)

AN DER WIRTSCHAFTS- UND SOZIALWISSENSCHAFTLICHEN FAKULTÄT
DER FRIEDRICH-ALEXANDER-UNIVERSITÄT ERLANGEN-NÜRNBERG

VORGELEGT
VON
DIPL.-KFM. DETLEF ANGER
AUS
BERLIN



REFERENT: PROFESSOR DR. OSWALD HAHN
KORREFERENT: PROFESSOR DR. MANFRED NEUMANN
TAG DER MÜNDLICHEN PRÜFUNG: 26.5.1981

INHALTSVERZEICHNIS

	<u>Seite</u>
EINFÜHRUNG	1
A. Allgemeine Problemdarstellung	1
B. Zielsetzung und Gang der Untersuchung	3
<u>1. Abschnitt: GRUNDLAGEN DER UNTERSUCHUNG</u>	5
A. Der Insider	5
I. Begriff	5
II. Personenkreis	6
III. Das Insiderproblem	7
a) Der Vorsprung des Insiders	7
b) Entscheidungsorientierter Ansatz	7
1. Der Insider	7
2. Der Outsider	9
3. Zusammenfassung	9
B. Insiderpapiere	9
C. Insiderinformationen	12
I. Begriff und Wesen	12
II. Bedeutung der Mißbrauchs-Verhinderung aus der Sicht der Praxis	13
<u>2. Abschnitt: DARSTELLUNG BESTEHENDER UND BEABSICHTIGTER GESETZLICHER INSIDER-REGELUNGEN IN EINIGEN AUSGEWÄHLTEN LÄNDERN UND IHRE EFFIZIENZ</u>	15
A. Gesetzliche Regelung im nicht-deutschsprachigen Ausland	15
I. Vereinigte Staaten von Amerika	15
a) Gründe für eine gesetzliche Regelung	15
b) Kurzdarstellung der wichtigsten Bestandteile der gesetzlichen Regelung	17
1. Die einzelstaatlichen blue sky laws	17
2. Die Bundesgesetzgebung	19
i. Der Securities Act von 1933	20
ii. Der Insider	20
iii. Der Securities Exchange Act von 1934	23

(A) Gültigkeitsbereich und Zweck des Gesetzes	23
(B) Die Offenlegung des Effektenbe- sitzes	24
(C) Betrug und Täuschung als Kern der Insiderregelung	26
3. Zusammenfassung	30
c) Effizienz der gesetzlichen Regelung	30
d) Übertragbarkeit auf deutsche Verhältnisse	32
II. Großbritannien	33
a) Der Insider	33
b) Insiderpapiere	36
c) Insiderinformationen	37
d) Instrumentarium gegen Insidergeschäfte	37
1. Offenlegung (Disclosure)	37
i. Meldepflicht der Direktoren	38
ii. Register ("Register of director's interests and dealings")	38
iii. Bericht des Directors ("director's report")	39
iv. Meldepflichten der Großaktionäre	39
(A) Aktiengesetz 1967	39
(B) Aktiengesetz 1976	40
2. Sanktionen	40
i. Gesetzliche Maßnahmen	40
ii. Maßnahmen der Londoner City	41
(A) Der "City Code on Take-overs and Mergers"	41
(B) Das Listing Agreement der Stock Exchange	42
e) Zusammenfassung	42
III. Frankreich	43
a) Der Insider	43
b) Insiderpapiere	45
c) Insiderinformationen	45
d) Instrumentarium gegen Insidergeschäfte	46
1. Staatliche Kontrolle	46
2. Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde (COB)	46
3. Sanktionen	47

B. Regelung im deutschsprachigen Ausland	48
I. Schweiz	48
a) Bedeutung der Schweiz als Börsenplatz	48
b) Besonderheiten der schweizerischen Börsen- regelung im Hinblick auf eine Insiderregelung	49
c) Meinungsstreit über eine freiwillige Insiderre- gelung	50
d) Die Vertreter der gesetzlichen Regelung	51
1. Der Vorschlag der Regierung des Kantons Zürich	51
2. Der Vorschlag von Brunner	52
3. Der Vorschlag von Forstmoser	54
4. Der Vorschlag von Künzi	56
II. Österreich	56
<u>3. Abschnitt:</u> ENTWICKLUNG DER DERZEITIGEN UND DER KÜNFTIG MÖGLICHEN REGELUNG IN DEUTSCH- LAND	57
A. Die vorhandene freiwillige Regelung	57
I. Die Regelung von 1970	57
a) Der Inhalt der Insiderregeln	59
1. Insiderhandels-Richtlinien	59
i. Insider	59
ii. Insiderpapiere	59
iii. Insiderinformationen	59
iv. Insidergeschäfte	60
v. Sanktionen	60
2. Händler- und Beraterregeln	61
3. Verfahrensordnung	61
b) Kritik an den Insiderregeln von 1970	63
1. Freiwillige oder gesetzliche Regelung	63
2. Insiderhandels-Richtlinien	65
i. Der Insider	65
ii. Insiderpapiere	66
iii. Insiderinformationen	67
iv. (Verbotene) Insidergeschäfte	69
v. Sanktionen	71
3. Händler- und Beraterregeln	73
4. Verfahrensordnung	74
II. Die Regelung von 1976	78

a) Gründe für eine Neuregelung	78
b) Die Verbesserungen gegenüber der Regelung von 1970	79
1. Materielle Regeln	79
i. Insider	79
ii. Insiderpapiere	83
iii. Insiderinformationen	84
iv. (Verbotene) Insidergeschäfte	88
v. Sanktionen	91
2. Händler- und Beraterregeln	95
3. Verfahrensordnung	97
i. Zuständigkeit der Prüfungskommission	98
(A) Sachliche Zuständigkeit	98
(B) Örtliche Zuständigkeit	98
(C) Persönliche Zuständigkeit	99
ii. Tätigwerden der Prüfungskommission	99
(A) Fremdanzeige	100
(B) Selbstanzeige	100
(C) Tätigwerden von Amts wegen	100
iii. Prüfungsverfahren	102
iv. Prüfungsergebnis	103
v. Kostenregelung	105
vi. Gültigkeit dieser Verfahrensordnung	105
vii. Würdigung der Verfahrensordnung	105
III. Exkurs: Vergleichende Übersicht der deutschen, amerikanischen, englischen und französischen Insiderregelung	111
a) Insider-Personenkreis	111
b) Insider-Papiere	112
c) Insiderinformationen	113
d) Instrumentarium gegen Insidergeschäfte	114
e) Sanktionen	115
B. Schutzmöglichkeiten für Aktionäre (aktienrechtliche Anlegerschutzvorschriften)	116
I. Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat bei Pflichtverstößen	116
a) Die Haftung des Vorstandes bei Pflichtverstößen	116
b) Die Haftung des Aufsichtsrats bei Pflichtverstößen	118
II. Verletzung der Verschwiegenheitspflicht durch Vorstand, Aufsichtsrat, Prüfer und/oder Gehilfe	118

a) Der Begriff des Geheimnisses im Aktienrecht	119
b) Die Verschwiegenheitspflicht des Vorstands	119
c) Die Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats	122
d) Verschwiegenheitspflicht des aktienrechtlichen Abschluß-Prüfers und/oder Gehilfen des Prüfers	124
e) Lösungsversuch	126
III. Auswahl und Bestellung der Abschlußprüfer	127
a) Auswahl der Abschlußprüfer	128
b) Bestellung der Abschlußprüfer	129
IV. Feststellung des Jahresabschlusses durch Vorstand und Aufsichtsrat	130
a) Die Stellung des Aktionärs	130
b) Insidervorteile von Vorstand und Aufsichtsrat	132
V. Übernahme- oder Abfindungsangebot, Eingliederung und Verschmelzung	133
a) Das Übernahme- oder Abfindungsangebot	134
b) Die Eingliederung	135
c) Die Verschmelzung	136
VI. Fazit	136
C. Position der Anleger aufgrund bereits vorhandener publizitätsorientierter Maßnahmen und anzustrebende Verbesserungen	137
I. Börsenrechtliche Publizität	139
a) Die Zulassung von Effekten zum amtlichen Handel	139
b) Der Börsenzwang	140
1. Darstellung des Problems	140
2. Der Börsenzwang - ein Lösungsvorschlag	142
c) Aussetzung von Kursnotierungen	145
1. Vorkommen in der Praxis	145
2. Gründe für die Kursaussetzung	145
3. Die Problematik des 'timing' der Kursaussetzung	146
d) Die börsenrechtliche Publizität beim Effektenkommissionsgeschäft	146
1. Das Problem der Effektenkommission	146
2. Das "Durchgriffsproblem"	147
3. Die Rechenschaftslegung des Kommissionärs	148
e) Die Entwicklung der Umsatzpublizität	149

f) Veröffentlichung der Börsenumsätze (Umsatzpublizität)	151
1. Zweck	151
2. Darstellung und Kritik der bestehenden Regelung	152
i. Verbesserte Einschätzung des Kurses	152
ii. Kursbeeinflussung von Aufträgen	153
iii. Frühzeitige Erkenntnisse aus veröffent- lichten Umsätzen	155
3. Zusammenfassung	156
4. Verbesserungsvorschläge	156
g) Die Publizität der außerhalb der Börse ge- tätigten Umsätze	159
h) Die Erstattung von Zwischenberichten	159
j) Zwischenberichterstattung als Mittel gegen publizitätsbedingte Anlegerrisiken	162
1. Die Motive für eine Zwischenberichter- stattung	162
2. Ergebnisse in der Praxis	163
3. Verbesserungsvorschläge	165
II. Die Rechnungslegungspublizität nach dem Aktien- gesetz	168
a) Der zukünftige Gewinn	169
1. Der Gewinnindikator (Ertragsfähigkeits- indikator)	170
2. Der Wachstums- oder Fortschrittsindikator	171
3. Der Stabilitätsindikator	172
4. Der Ausschüttungsindikator	173
5. Finanzstrukturelle Indikatoren	173
6. Zusammenfassung	174
b) Kurswertveränderungen	175
III. Anlagestrategie in der heutigen Beratungspraxis eines Kreditinstitutes	178
a) Die Vermögensanlage aus der Sicht der Privatkunden	178
b) Die Vermögensanlage aus der Sicht des Anlage- beraters	180
c) Schlußfolgerungen	181

4. Abschnitt: VORSCHLÄGE ZUM WIRKSAMEN AUSBAU DER FREIWILLIGEN INSIDER-REGELUNG ALS REFORMPROBLEM	182
A. Die Notwendigkeit und Schwierigkeit der Erfassung aller echten und potentiellen Insider	182
I. Überblick über die neuere Literatur	182
II. Vorschläge des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht	183
B. Erweiterung des Kreises der Insider	185
I. Einbeziehen der Kursmakler und ihrer Stellver- treter	185
a) Aufgaben des Kursmaklers	185
b) Informationsvorsprünge des Kursmaklers	186
c) Lösungsvorschläge zur Ausschaltung der Infor- mationsvorsprünge	187
1. Aufsichtsbehördliche Maßnahmen	187
2. Häufigere Änderung der Geschäftsverteilung	188
3. Begrenzung von Eigen- und Aufgabegeschäf- ten	188
II. Einbeziehen sämtlicher Mitarbeiter der Kreditin- stitute	189
a) Die für Insiderinformationen in Frage kommen- den Personengruppen	189
b) Beurteilung der Zweckmäßigkeit des Einbe- ziehens dieses Personenkreises	192
III. Einbeziehen der Analysten	193
a) Das Tätigkeitsgebiet des Analysten	193
b) Die unterschiedlichen Maßstäbe bei der Ein- beziehung der Analysten	193
c) Lösung zur generellen Einbeziehung	194
IV. Einbeziehen ehemaliger Vorstände und Aufsichts- ratsmitglieder, sofern noch beratend tätig	195
V. Einbeziehen eventuell vorhandener Beiräte (Berater im weiteren Sinne)	196
a) Vorkommen von Beiräten	196
b) Funktion des Beirats	196
c) Beiräte und Insidergeschäft	197
d) Erweiterung der Insiderhandels-Richtlinien	197
VI. Einbeziehen von Unternehmens- und Steuerberatern, Rechtsanwälten, Notaren und deren Mitarbeitern (Berater im engeren Sinn)	198

a) Stellung und Aufgaben der Berater im engeren Sinn	198
b) Schwierigkeiten durch die bestehende Insider-Regelung	198
c) Verschwiegenheitspflicht	199
d) Lösungsansatz	199
VII. Einbeziehen von Wirtschaftsprüfern sowie deren Mitarbeitern	200
a) Wirtschaftsprüfer und Insidereigenschaft	200
b) Unterlassungspflichten	201
c) Ahndung von Pflichtverletzungen der Wirtschaftsprüfer	202
VIII. Einbeziehen der Ehegatten und Kinder der in I. bis VII. genannten Personen	203
a) Notwendigkeit des Einbeziehens	203
b) Festlegung des Personenkreises	203
IX. Ergebnis	204
C. Erweiterung des bestehenden Kreises der Insider-Papiere	204
I. Inländische Emittenten mit ganzer oder teilweiser Anerkennung der Insider-Regeln (amtlicher Handel und geregelter Freiverkehr)	205
II. Problematik der an deutschen Börsen notierten ausländischen Wertpapiere	206
a) Ausländische Wertpapiere an den Börsenplätzen Frankfurt und Düsseldorf	206
b) Darstellung des Problems	206
c) Lösungsansatz	207
III. Investmentzertifikate als Beispiel für eine "hochentwickelte Anlegerschutzpublizität"	208
a) Kapitalanlagegesellschaften und Insider-Regeln	208
b) Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften und die Verhinderung von Interessenkonflikten	210
1. Unzulässige Rechtsgeschäfte	210
2. Besondere Vorschriften für Wertpapier-Sondervermögen	211
3. Interessenwahrung der Anteilsinhaber	213
4. Interessenkonflikte zwischen Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft	214
aa) Die personelle Trennung von Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft	214
bb) Die organisatorische Trennung von Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft	216

5. Erfahrungen aus der Praxis und notwendige Schlußfolgerungen	218
IV. Festverzinsliche Wertpapiere	219
a) Gegenwärtiger Stand der Diskussion	219
b) Obligationen, deren Einbeziehung in die Insiderpapiere unumgänglich erscheint	220
1. Industrieobligationen	220
2. Öffentliche Anleihen	222
3. Optionsanleihen	226
4. Zusammenfassung	227
V. Im ungeregelten Freiverkehr gehandelte Wertpapiere	228
a) Begriff und Wesen des ungeregelten Freiverkehrs	228
b) Ungeregelter Freiverkehr und Insidergeschäfte	229
VI. Pakethandel	231
a) Begriff des Aktienpakets	231
b) Handel in Aktien	231
c) Pakethandel und Insidergeschäfte	232
VII. Kennzeichnung der die Insider-Regeln anerkennenden Aktiengesellschaften in der Presse	234
a) Kennzeichnung in der Börsen-Zeitung und in den amtlichen Kursblättern	235
b) Ausdehnung der Kennzeichnung auf die Wirtschaftspresse mit Kursteil	235
D. Präzisierung der Insiderinformationen, dargestellt am Beispiel von Übernahmeangeboten	237
I. Praxisbeispiele	237
II. Abfindungsangebote und freiwillige Übernahmeangebote	237
a) Abfindungsangebote	237
b) Freiwillige Übernahmeangebote	238
III. Freiwillige Übernahmeangebote und Insiderregelung	239
a) Der Begriff "Übernahmeangebot" in der Insider-Regelung	239
b) Wann wird eine Information zu einer Insider-Information?	240
c) Leitsätze für Kauf- und Umtauschangebote (freiwillige Regelung)	241
E. Verbesserung der Börsenzulassungsbestimmungen als Mittel gegen Insidergeschäfte	243
I. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel	243
a) Allgemeines	243
b) Antrag auf Zulassung bei der Zulassungsstelle	244

II. Der Börsenprospekt	246
a) Inhalt	246
b) Aktualität des Börsenprospekts	247
c) Prospektprüfung durch die Zulassungsstelle	248
III. Prospekthaftung als Mittel der "Publizitäts- qualität"	250
IV. Kritik am Zulassungsprospekt	251
a) Aktualität	251
b) Inhalt	252
c) Insider	253
V. Fehlende informatorische "Folgepublizität"	255
F. Verbesserung der Verfahrensordnung bei Ver- stößen gegen die Insider-Regeln	256
I. Die wesentlichen Ansätze der Kritik	256
a) Zusammensetzung der Prüfungskommission	256
b) Voraussetzungen für die Einleitung des Ver- fahrens	257
c) Die Tätigkeit der Prüfungskommission	258
d) Bekanntgabe des Prüfungsergebnisses	259
II. Vorschläge für eine effizientere Verfahrensord- nung	259
a) Zusammensetzung der Prüfungskommission	259
b) Voraussetzungen für die Einleitung des Ver- fahrens	260
c) Die Tätigkeit der Prüfungskommission	261
d) Bekanntgabe des Prüfungsergebnisses	262
e) Ergebnis	264
G. Lösungsvorschläge durch Anwenden bestehender Re- gelungen und Instanzen	264
I. Das Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb als Mittel gegen Insidergeschäfte durch unterschiedlichen Informationsstand	265
a) Die Verbote des § 17 Abs. 1 und 2 UWG	265
b) Der Schutz des § 17 UWG gegen Insidergeschäfte	266
II. Das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen zur Ahndung von Insidergeschäften	267
a) Der Vorschlag von Stebuts	267
b) Die Kritik an von Stebuts Vorschlag	268
III. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAK) oder öffentlich-rechtliches Aktienamt als Organ zur Überwachung der Insider-Regelung	269
a) Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen	269

b) Das öffentlich-rechtliche Aktienamt	271
1. Der Vorschlag von Schwark	271
2. Der Vorschlag von Pfisterer	272
3. Der Vorschlag von Hans-Joachim Mertens	272
d) Zusammenfassung	273
H. Vorschläge für eine europäische Insider-Regelung	274
I. Der Richtlinienentwurf für ein Statut einer Europäischen Aktiengesellschaft, insbesondere Artikel 82	274
a) Die Insider-Personen	275
b) Die Insider-Papiere	275
c) Die Insider-Pflichten	276
1. Europäisches Handelsregister als Mittel der Publizität	276
2. Gewinnabführungspflicht	276
d) Die Durchsetzbarkeit	277
e) Würdigung des Entwurfs	278
II. Europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen - eine EG-Kommissions-Empfehlung	279
a) Ziel	279
b) Begriff	279
c) Prinzipien	280
1. Allgemeine Prinzipien	280
2. Ergänzende Prinzipien	281
d) Kritik	282
5. Abschnitt: ERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG	283
A. Der absolute Schutz vor Insidern	283
B. Würdigung der gegenwärtigen Situation in der Bundesrepublik Deutschland	284
C. Abschließende Bewertung und Rangordnung der einzelnen Verbesserungsvorschläge	285
Materialien	291
Abkürzungsverzeichnis	XII
Tabellenverzeichnis	XIII
Literaturverzeichnis	XIV

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
BB	Betriebs-Berater
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGHZ	Entscheidung des Senats für Zivilsachen beim Bundesgerichtshof
C.F.R.	Code of Federal Regulation
ch.	Chapter
F.2d	Federal Reporter, Second Series (Sammlung der Entscheidungen von Bundes- oder Bezirksgerichten)
F.Supp.	Federal Supplement
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HdB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
H.R.	House of Representatives
J.O.	Journal Officiel
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
KVStG	Kapitalverkehrsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
NB	Neue Betriebswirtschaft
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
OLG	Oberlandesgericht
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und interna- tionales Privatrecht, begründet von Ernst Rabel
RegE	Regierungsentwurf
U.S.C.	United States Code
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
WP	Wertpapier
W.P.O.	Wirtschaftsprüferordnung
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Z.P.O.	Zivilprozeßordnung

TABELLENVERZEICHNIS

<u>Tab.Nr.</u>		<u>Seite</u>
1	Kursentwicklung und Tagesumsätze der Neckermann-Aktie sowie Verlauf des Aktien-Index vom 21.2. - 27.2.1980 an der Frankfurter Wertpapierbörse	2
2	Vergleichende Übersicht der deutschen, amerikanischen, englischen und französischen Insiderregelung	107 ff.
3	Wertpapierumsätze in der Bundesrepublik Deutschland und an den Börsenplätzen Frankfurt und Düsseldorf - 1978	144
4	Struktur der Umsätze in festverzinslichen Wertpapieren - Börsenplatz Frankfurt - 1978	144
5	Kursentwicklung und Tagesumsätze der VW-Aktie im Februar 1980 an der Frankfurter Wertpapierbörse	155a
6	Insider-Kennzeichen in der Wirtschaftspresse	236

Materialien

1	Muster eines Briefes des Verfassers an ausgewählte deutsche Aktiengesellschaften vom 30.5.1979	
2	Brief des Verfassers an die Genfer Börse vom 20.2.1980	
3	Antwortschreiben der Genfer Börse an den Verfasser vom 3.3.1980	
4	Brief des Verfassers an die Züricher Börse vom 20.2.1980	
5	Antwortschreiben der Züricher Börse an den Verfasser vom 25.2.1978	
6	Brief der Wiener Börse an den Verfasser vom 14.9.1978	
7	Muster eines Briefes des Verfassers an ausgewählte deutsche überregionale Zeitungen vom 2.9.1979	
8	Antwortschreiben des Handelsblattes an den Verfasser vom 12.9.1979	

EINFÜHRUNG

A. Allgemeine Problemdarstellung

Größe und Struktur der Wertpapierbestände privater Haushalte sowie der Wertpapierdepots von inländischen Privatpersonen im Rahmen des Gesamtvermögens zeigen die Bedeutung des Wertpapierbesitzes in der Bundesrepublik Deutschland ¹.

Die Anlage der Ersparnisse erfolgt zum Teil über die Wertpapierbörse. Vorfälle wie diese lösten bei den Anlegern große Unsicherheit aus: vom 21.2. bis 27.2.1980 stieg der Kurs der Neckermann-Aktie an der Frankfurter Wertpapierbörse von DM 124,- auf DM 150,50 ². In nur vier Börsentagen kam es also zu einer Kurssteigerung von nicht weniger als 21 %, und das bei einer ansonsten keineswegs festen Tendenz. Die auffallende Kursbewegung war von außerordentlich hohen Umsätzen begleitet: Während am 21.2. nur 1.111 Stück umgesetzt wurden, betrug der Umsatz am 26.2. bereits 18.298 Stück und erhöhte sich am letzten Tag des Beobachtungszeitraums gar auf 41.443 Stück (vgl. Tab. 1). Die Öffentlichkeit begegnete dieser Kursentwicklung mit einem gewissen Argwohn, da außer der Tatsache, daß bei der Gesellschaft noch eine Kapitalherabsetzung bevorsteht, keine neuen, wesentlichen Informationen vorlagen.

1 Am 31.12.1973 besaßen 23,6 % der erfaßten 21.141.000 privaten Haushalte Wertpapiere (incl. Sparbriefe und Bundesschatzbriefe) mit einem durchschnittlichen Tageswert (Kurswert) von DM 10.382,-. Vgl. Wirtschaft und Statistik 12/1975, S. 847.

Von den untersuchten Haushalten verfügten zum gleichen Stichtag 23 %, d.h. 4.862.430 über Aktien und festverzinsliche Wertpapiere, oder anders ausgedrückt, 50 % der Haushalte mit Wertpapieren besaßen Aktien und 47, 7 % der Haushalte mit Wertpapieren waren Eigentümer von festverzinslichen Titeln.

Inländische Privatpersonen hatten am 31.12.1973 einen Durchschnittsdepotwert von DM 15.676,- (ohne Sparbriefe). Vgl. Monatsbericht Deutsche Bundesbank, August 1974, S. 23. Neuere statistische Untersuchungen liegen inzwischen vor, wonach trotz der zum Teil mäßigen Kursentwicklung der letzten Jahre, insbesondere bei Aktien, obige Zahlen leicht übertroffen worden sind. Vgl. Fritsch, Ulrich: Die Aktie braucht neue Impulse, in: Jahresbericht Frankfurter Wertpapierbörse, 1979, S. 32 f. Danach befinden sich in den 6,3 Millionen Privatdepots festverzinsliche Wertpapiere im Nennwert von 78 Milliarden DM und Aktien im Nennwert von 13 Milliarden DM. Der Anteil der Aktien am Geldvermögensbestand der privaten Haushalte ist seit 1969 rückläufig.

2 Davon allein am 25.2.1980 um 11 %

Obwohl diese und ähnliche Fälle bisher noch keinen nachhaltigen Einfluß auf die Kapitalanleger hatten, so muß dies doch für die Zukunft bei einer Wiederholung befürchtet werden.

Tab. 1: Kursentwicklung und Tagesumsätze der Neckermann-Aktie sowie Verlauf des Aktien-Index vom 21.2. - 27.2.1980 an der Frankfurter Wertpapierbörse

	21.2.	22.2.	25.2.	26.2.	27.2.
Kurs	124	132	146,5	139	150,5
Umsatz in Stück	1.111	23.735 ⁺	53.106	18.298	41.443
Aktien- Index Börse Frankfurt	100,68	100,98	101,29	100,47	100,33

⁺ Frankfurt unerhältlich, statt dessen Düsseldorf

Voraussetzung für das Vertrauen des häufig wertpapierunerfahrenen Publikums in die Börse und ihre Funktionsfähigkeit ist deshalb zum einen die ordnungsgemäße Abwicklung der Börsengeschäfte, zum anderen die Gewährleistung der Chancengleichheit aller Marktteilnehmer ^{1,2}. Dies wiederum setzt voraus, daß keine Personen oder Personengruppen Informationsvorsprünge auf Kosten anderer Marktteilnehmer mißbrauchen können und "wettbewerbsfremde Voraussetzungen in den Markt einbringen" ³.

B. Zielsetzung und Gang der Untersuchung

Prinzipiell bieten sich zwei Möglichkeiten der Darstellung an. Einerseits kann man nach den einzelnen relevanten Ländern vorgehen, die jeweilige Problematik darstellen sowie versuchen, Lösungen anzubieten. Die zweite Variante wäre die, sich ausschließlich nach Sachgebieten - also etwa Insider, Insiderpapiere usw. - zu orientieren und dort das Spezifische des jeweiligen Landes zu untersuchen.

In dieser Arbeit wird aus methodischen Gründen der ersten Alternative der Vorzug gegeben, wohl wissend, daß Wiederholungen sich dabei nicht immer ganz vermeiden lassen.

Der erste Abschnitt der Arbeit vermittelt neben einer Einführung in die allgemeine Problemdarstellung Grundlegendes zu den Begriffen Insider, Insiderpapiere und Insiderinformationen.

Im zweiten Abschnitt wird auf die Insider-Regelung in einigen ausgewählten Ländern eingegangen. Ausgehend vom nicht-deutschsprachigen Ausland, das über teilweise erprobte und bewährte Regelungen verfügt, werden anschließend die Verhältnisse im deutschsprachigen Raum außerhalb der Bundesrepublik Deutschland erörtert.

1 Vgl. Jahresbericht der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf, Düsseldorf 1977, S. 5

2 Vgl. Coing, Helmut: Company Insiders and the Public, in: Die Aktiengesellschaft 1975, S. 121

3 Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, in: Der Betrieb 1971, S. 1605

Daran anknüpfend werden im dritten Abschnitt die Formen der derzeitigen und künftig möglichen Regelung in Deutschland aufgezeigt. Die ursprüngliche Regelung von 1970 wird einer Analyse unterzogen, Änderungen und Verbesserungen der Regelung von 1976 diskutiert sowie sonstige Schutzmöglichkeiten für Aktionäre und Anleger behandelt.

Der vierte Abschnitt bietet ausführlich Vorschläge zum wirk-samen Ausbau der bestehenden freiwilligen Insider-Regelung. Zum Abschluß werden wegen ihrer Bedeutung noch europäische Lösungsgedanken diskutiert.

1. Abschnitt: GRUNDLAGEN DER UNTERSUCHUNG

A. Der Insider

Wie vielschichtig der Begriff des Insiders und die damit zusammenhängende Problematik ist, zeigt ein Blick in die neuere Literatur¹. Gemeinsam ist allen Überlegungen im Prinzip, daß der Insider als eine zentrale Figur bei der Lösung des Problems des Schutzes des Anlegers in Wertpapieren und der Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit der Wertpapierbörsen gilt.

I. Begriff

Den Begriff "Insider", der aus dem anglo-amerikanischen Sprachbereich stammt, könnte man sinngemäß mit "Eingeweihter"² übersetzen. Allerdings hat sich bei uns der fremdsprachliche Ausdruck "Insider" durchgesetzt³.

Insider sind Personen oder Personenkreise, die aufgrund ihrer Stellung über unternehmensbezogene Vorgänge, die unter Umständen den Börsenkurs von Wertpapieren beeinflussen, früher in-

¹ Vgl. Bremer, Heinz: Die Neufassung der Insider-Bestimmungen, in: Die Aktiengesellschaft 1976, S. 10 ff.; ferner Jentsch, Walter: Die Neufassung der Insider-Regelungen, in: Bank-Betrieb 1976, S. 186 ff.; Bitz, Michael: Das Insider-Problem und die Empfehlungen der Börsenreformkommission, in: Blätter für Genossenschaftswesen 1970, S. 409 ff.; Leistner, Georg: Das Insiderrecht in der Bundesrepublik - Ein Schlag ins Wasser, in: Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, S. 201 ff.; Zahn, Johannes: Probleme und Reform der deutschen Börsen, in: Die Aktiengesellschaft 1975, S. 169 ff.; Wojtek, Ralf J.: Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, Berlin 1978, S. 28 ff.; Kramis, Otto: Insiderhandel in Effekten, Zürich 1978, S. 17 ff.

² Vgl. Frison, W.: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., Leipzig-Berlin 1929, S. 24

³ Vgl. Flachmann, Klaus: Insider Information und Börsenreform I, in: Kreditwesen 1970, S. 593

formiert sein können als der "normale" Käufer oder Verkäufer dieser Wertpapiere.

II. Personenkreis

Zu den Insidern zählen im allgemeinen gesetzliche Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder der Gesellschaft, wobei hierunter sowohl die Aktiengesellschaft als auch die Kommanditgesellschaft auf Aktien zu verstehen ist¹. Sofern eine derartige Gesellschaft mit einer anderen verbunden ist, können auch deren gesetzliche Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder dem Insiderkreis zugerechnet werden, sofern sie in dieser Eigenschaft Informationsvorsprünge erlangen können. Ebenfalls den Insidern zuzurechnen sind Großaktionäre sowie deren gesetzliche Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder. Ob und inwieweit Angestellte der Gesellschaft Insider sind, ist umstritten. Je nach Insider-Regelung hat jede Gesellschaft jedoch letzten Endes häufig selbst zu entscheiden, welcher Betriebsangehörige diesem in Rede stehenden Mitarbeiterkreis zuzurechnen ist. Kreditinstitute, deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte sind z.B. in der deutschen Regelung den Insidern gleichgestellte Dritte, sofern sie Insiderinformationen im Rahmen des Konsortialgeschäftes² erlangen³.

Die deutsche Begriffsbestimmung folgt allerdings nur in geringem Umfang den teilweise schon jahrzehntelang bestehenden ausländischen Definitionen. In Amerika^{4,5} ist der Kreis der Insider sehr weit gezogen⁶, in Großbritannien^{7,8} hat eine

1 Vgl. z.B. Insider-Regeln, Erläuterungen und Verfahrensordnung, Köln 1976, S. 7

2 Vgl. Obst, Georg/Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 36. Aufl., Stuttgart 1967, S. 456

3 Vgl. Insider-Regeln, a.a.O., S. 6 und 7

4 Vgl. Flachmann, Klaus: Insider Information und Börsenreform I, a.a.O., S. 594

5 Vgl. ders.: Insider-Information und Börsenreform II, in: Kreditwesen 1970, S. 650

6 Vgl. die nachfolgenden Ausführungen

7 Vgl. Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, in: Die Aktiengesellschaft 1974, S. 345 ff.

8 Vgl. ebenda, S. 377 ff.

eher enge Auslegung Gültigkeit, und im französischen ¹ System wurde der Insiderkreis gegenüber der ursprünglichen Regelung von 1967 wieder eingeschränkt. Die jeweiligen Besonderheiten in den genannten Ländern ergeben sich durch eine nähere Betrachtung anhand eines Überblicks, um auf diese Weise bereits einen Teilaspekt einer möglichen Insider-Regelung kennenzulernen.

III. Das Insiderproblem

a) Der Vorsprung des Insiders

Jeder Anleger strebt - unter dem Aspekt der Chancengleichheit - nach kursrelevanten Informationen. Der Informationsstand der Anleger ist jedoch ungleich, er wird durch graduell unterschiedliche Ungewißheit bestimmt. Diese wird "nicht etwa nur durch zu wenig oder knappe Informationen hervorgerufen, sondern auch durch zu viele Informationen" ². Es mangelt im wesentlichen an "tatsächlich entscheidungsrelevanten Informationen" ³.

Insiderprobleme treten meistens dann auf, wenn Personen aufgrund ihrer Position über Ereignisse, die unter Umständen den Kurs eines Wertpapiers beeinflussen könnten, eher oder umfassender informiert sind oder sein könnten als der normale Durchschnittsanleger.

Ähnliche Probleme ergeben sich möglicherweise dann, wenn Personen, die als Händler oder Berater tätig sind, durch eben diese Tätigkeit Einfluß auf Börsenkurse nehmen könnten.

b) Entscheidungsorientierter Ansatz

1. Der Insider

Der Insider ist, wie jeder andere Marktteilnehmer, in der Regel an der Gewinnmaximierung beziehungsweise Verlustminimierung seiner Anlage interessiert. Zu diesem Zweck benötigt

¹ Vgl. Leistner, Georg: Das französische Insider-Recht, in: Die Aktiengesellschaft 1971, S. 360 ff.

² Wacker, Wilhelm H.: Betriebswirtschaftliche Informationstheorie, Opladen 1971, S. 53

³ Ebenda, S. 54

und versucht er, sich die seiner Meinung nach nahezu optimale, d.h. fast vollkommene Information zu verschaffen. Ob ihm dies gelingt, ist fraglich und hängt damit zusammen, daß die zukünftige Entwicklung der Börse "als Zukunftsgröße durch Unsicherheit gekennzeichnet" ¹ ist. Für den Entscheidungsträger, nämlich den Insider, gilt demnach, daß er sein Ziel nicht unter "eindeutiger Prognose" ² erreichen kann, sondern seine Entscheidungsfindung wird durch das Fehlen von Wahrscheinlichkeitsvorstellungen bestimmt. Eine solche Situation ist dadurch gekennzeichnet, daß sich der Insider über das Eintreten der verschiedenen Alternativen - wie etwa erwarteter Ertrag, Rendite, Kursgewinn, Abfindungshöhe - und die Reaktionen seiner Umwelt keine exakte Vorstellung bilden kann. ³ "Sobald ein Anleger (und natürlich auch der Insider, Anm. d. Verf.) seine Anlagedispositionen also unter Unsicherheit treffen muß, sieht er sich dem Risiko ausgesetzt, daß seine Erwartungen nicht erfüllt werden." ⁴

Der Insider befindet sich dennoch - verglichen mit dem Outsider - in einer besseren Ausgangsposition. Durch seine Insiderinformationen kann er die besseren Entscheidungen treffen, auch wenn noch ein Rest von Ungewißheit besteht. "Immer verbleibt aber eine 'Dissonanz' zwischen dem schließlich erreichten Informationsstand und der auszuführenden Handlung." ⁵ Das Mittel, diese 'Dissonanz' zu verringern, ist das Streben nach weiteren und besseren Insiderinformationen unter Ausnutzen aller erlaubten und nicht erlaubten Mittel und Wege.

Die Theorie der Unternehmung hat für den Fall der Entscheidung bei Fehlen von Wahrscheinlichkeitsvorstellungen verschiedene Regeln ⁶ entwickelt, um die Entscheidungsfindung unter Berück-

1 Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, München 1975, S. 83. Hahn bezieht diesen Ausdruck zwar auf den Unsicherheitscharakter der Rechengrößen, ein analoger Schluß auf den Effektenbereich ist aber durchaus denkbar.

2 Heinen, Edmund: Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966, S. 133

3 Vgl. ebenda, S. 176

4 Harbrecht, Wolfgang: Grundlagen der optimalen Kapitalanlageplanung, in: Investmenthandbuch, Hrsg. Leo Schuster, Stuttgart 1971, S. 93

5 Wacker, Wilhelm: a.a.O., S. 182

6 Vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 85; Heinen, Edmund: Das Zielsystem der Unternehmung, a.a.O., S. 178 ff.; Harbrecht Wolfgang: a.a.O., S. 96 ff.

sichtigung des Risikos zu erleichtern. Es ist jedoch grundsätzlich zu beachten, daß die Anwendung dieser Regeln "vom Entscheidungsträger sowie von der Art des betrachteten Wahlproblems" ¹ abhängt.

2. Der Outsider

Der Outsider-Anleger ist auf veröffentlichte Informationen für seine Entscheidungen angewiesen. Diese wird er mit Vermutungen, Annahmen, Gerüchten und/oder Meinungen kombinieren und versuchen, mit Hilfe der Statistik und der Wahrscheinlichkeitsrechnung "zu einer Verminderung der situationsbezogenen Ungewißheit" ² zu gelangen.

3. Zusammenfassung

Insider und Outsider unterscheiden sich wesentlich einerseits durch den Grad der Ungewißheit ihrer Informationen und andererseits durch die Möglichkeiten der Informationsgewinnung. Hierdurch werden ihre Entscheidungen ursächlich beeinflusst.

B. Insiderpapiere

Insiderpapiere sind Papiere, die Gegenstand von Mißbräuchen durch Insider sein können. Dazu könnte man im weitesten Sinne etwa auch Briefmarken oder Wechsel rechnen. Um den Rahmen der Arbeit jedoch nicht zu sprengen, erfolgt eine Einschränkung auf Effekten, d.h. auf fungible Wertpapiere. Was im einzelnen Insiderpapieren zuzuordnen ist, vermittelt z.B. ein Blick auf die deutsche Insiderregelung ³.

1 Heinen, Edmund: Das Zielsystem der Unternehmung, a.a.O., S. 186

2 Wacker, Wilhelm: a.a.O., S. 57

3 Der Verfasser ist sich bewußt, daß aus methodischen Gründen dieser Katalog der Insiderpapiere noch an anderer Stelle ausführlicher Diskussion bedarf. Lediglich aus Veranschaulichungsgründen wurde die Aufzählung bereits hier erwähnt.

Der abschließende, nicht nur beispielhaft genannte Kreis derjenigen Wertpapiere ¹, die Insiderpapiere sind, ist § 2 Nr. 2 ² der Insider-Regeln zu entnehmen.

Demnach gehören hierzu Aktien ³, Genußrechte ⁴, Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen ⁵, Optionsscheine ⁶ und Bezugsrech-

-
- 1 Zum Begriff der Wertpapiere vgl. Hueck, Alfred: Recht der Wertpapiere, 9. Aufl., Berlin-Frankfurt 1963, S. 1 ff.
 - 2 Vgl. Insider-Regeln, a.a.O., S. 6
 - 3 Zum Begriff und Wesen der Aktie vgl. Rittershausen, Heinrich: Industrielle Finanzierungen, Wiesbaden 1964, S. 38 ff.; Schmalenbach, Eugen: Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Köln-Opladen 1950, S. 35 ff.; Beckmann, Liesel: Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, Stuttgart 1956, S. 63 ff.; Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 208 ff.; Schrömgens, Kurt: Die Wahl der Aktienform, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung (zit. HdU), Hrsg. Oswald Hahn, München 1971, S. 493 ff.; Vormbaum, Herbert: Finanzierung der Betriebe, 2. Aufl., Wiesbaden 1971, S. 95 ff.; Semler jr., Johannes: Die Aktien am Kapitalmarkt, in: Die Rolle einzelner Wertpapierarten auf dem Kapitalmarkt, Frankfurt 1973, S. 149 ff.
 - 4 Zum Problem der Genußrechte vgl. Wedel, Hermann: Der Partizipationsschein als Kapitalbeschaffungsmittel der Aktiengesellschaften, Berlin 1969, S. 33 ff.; Störrle, Winfried: Eigen- oder Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Mischformen, in: HdU, a.a.O., S. 383 f.; Pfeiffer, Johann H.: Langfristige Fremdfinanzierung durch Ausgabe von Obligationen, Wandelanleihen, u.s.w., in: Finanzierungshandbuch, Hrsg. Hans Janberg, Wiesbaden 1964, S. 315 f.; Wohlfarth, Kurt: Die Wertpapiere und ihre Technik, Stuttgart 1956, S. 30 f.; Schmalenbach, Eugen: a.a.O., S. 64 ff.
 - 5 Zum Begriff vgl. Rusch, Horst: Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956, S. 38 ff.; Welcker, Johannes: Wandelobligationen, in: ZfbF 1968, S. 798 ff.; Schleis, Konrad: Wandelanleihen eine interessante Anlagealternative, in: Das Wertpapier 1976, S. 765 ff.; Pfeiffer, Johann H.: a.a.O., S. 313 ff.; Rittershausen, Heinrich: a.a.O., S. 225 ff.; Störrle, Winfried: Eigen- oder Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Mischformen, in: HdU, a.a.O., S. 387 f.
 - 6 Zum Begriff vgl. Horn, Norbert: Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 307 ff.; Boemle, Max: Wertpapiere im Zahlungs-, Kredit- und Kapitalverkehr, Zürich 1970, S. 120 f.; Wielens, Hans: Inflation kein Alptraum, Herford 1971, S. 116 f.

te ¹. Diese Wertpapiere müssen von der Gesellschaft selbst oder von einem mit der Gesellschaft gemäß §§ 17, 18 oder 291 AktG verbundenen ² Unternehmen mit Sitz im Inland emittiert und zum Handel und zur amtlichen ³ Notierung an einer inländischen Wertpapierbörse ⁴ zugelassen oder in deren geregelten ⁵ Freiverkehr einbezogen sein. Zu den Insiderpapieren der oben genannten Gattung zählen auch folgende Wertpapiere: Emissionen von einem Unternehmen, das mit einer anderen Gesellschaft durch nachstehende Merkmale verbunden ist: Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag, Übernahme- oder Abfindungsangebot, Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung oder Umwandlung. Für die Zulassung und den Handel dieser Emissionen gelten die oben genannten Kriterien; der Börsenzulassung steht das öffentliche Angebot der Wertpapiere mit dem Hinweis auf die beabsichtigte Einführung an einer inländischen Börse gleich.

-
- 1 Zum Begriff vgl. Sommerfeld, Heinrich: Die betriebswirtschaftliche Theorie des Bezugsrechts, Stuttgart 1927, S. 1 ff.; Rittershausen, Heinrich: a.a.O., S. 71 ff.; Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 295 ff.
 - 2 Vgl. von Godin, Reinhard/Wilhelmi, Hans: Aktiengesetz, Kommentar, 3. Aufl., Bd. I, Berlin 1967, S. 69 ff.; dies.: Bd. II, S. 1512 ff.; Kropff, Bruno: Aktiengesetz, Düsseldorf 1965, S. 30 ff.; Würdinger, Hans, in: Großkommentar AktG § 17, S. 144 ff.; ebenda, § 18, S. 155 ff.; ebenda, § 291, S. 9 ff.;
 - 3 Vgl. Näheres hierzu bei Tilly, Wolfgang M.: Die amtliche Kursnotierung an den Wertpapierbörsen, Baden-Baden 1975, S. 28; Hintner, Otto: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1960, S. 43 f.; Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 277; ders.: Die Kapitalquellen: Außen- und Innenfinanzierung, in: HdU, a.a.O., S. 87
 - 4 Vgl. Hintner, Otto: a.a.O., S. 11 ff.
 - 5 Vgl. Gericke, Horst: Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961, S. 94 ff.; Bruns, Georg: Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt 1961, S. 108; Lüthje, Bernd: Die Funktionsfähigkeit der deutschen Aktienbörse, Göttingen 1970, S. 74; Hintner, Otto: a.a.O., S. 44 ff.; Wohlfarth, Kurt: a.a.O., S. 108; Büschgen, Hans E.: Bankbetriebslehre, Wiesbaden 1972, S. 463

C. Insiderinformationen

I. Begriff und Wesen

Unter Information ist "zweckorientiertes Wissen" zu verstehen, d.h. "solches Wissen, das zur Erreichung eines Zweckes, nämlich einer möglichst vollkommenen Disposition eingesetzt wird" ¹. Dieses Ziel realisiert der Insider unter anderem durch Ausnutzen sogenannter Insiderinformationen, die z.B. in der deutschen Insiderregelung in einem abschließenden Katalog ² kursbeeinflussender, aber noch nicht allgemein zugänglicher Nachrichten aufgestellt sind. Insiderinformationen sind nach dem Wortlaut der Insider-Regeln ausdrücklich und ausschließlich unternehmensinterne Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen Umständen, die für die Insiderpapiere bewertungs- und kursrelevant sein können. Bloße Meinungen, Anpreisungen, Andeutungen oder spekulative Vermutungen, auch wenn sie die Meinung des Publikums nicht unbeeinflusst lassen sollten, gehören demnach nicht zu den Insiderinformationen. Es kommt auch nicht etwa auf die Vertraulichkeit der Information, die eine Ermessensfrage sein dürfte, an, sondern im wesentlichen auf die Verhinderung der zeitlichen Ausnutzung des Informationsvorsprungs. ³

Zu den Insiderinformationen zählen, wenn man der deutschen Re-

1 Vgl. Wittmann, Waldemar: Unternehmung und unvollkommene Information, Köln und Opladen 1959, S. 14. Dieser Meinung auch Heinen, Edmund: Das Zielsystem der Unternehmung, a.a.O., S. 14; vgl. ferner Kramer, Rolf: Information und Kommunikation, Berlin 1965, S. 22; Ballwieser, Wolfgang: Insiderrecht und positive Aktienkurstheorie, in: ZfbF, 1976, S. 237 f.; anderer Auffassung Kirsch, Werner: Entscheidungsprozesse, 2. Bd., Wiesbaden 1971, S. 79, der dafür eintritt, den Informationsbegriff für undefinierbar zu erklären. - Zu jüngeren Versuchen einer Begriffsdefinition vgl. Wacker, Wilhelm H.: Betriebswirtschaftliche Informationstheorie, a.a.O., S. 37 ff.; Baetge, Jörg: Betriebswirtschaftliche Systemtheorie, Opladen 1974, S. 37

2 Vgl. § 2 Abs. 3 Insider-Regeln, a.a.O., S. 7

3 Vgl. Rümker, Dietrich: Zur Auslegung der Insiderhandels-Richtlinien, in: Der Betriebs-Berater 1972, S. 1209

gelung folgt, Kenntnisse von einer Dividendenänderung ¹, von wesentlichen Ertrags- oder Liquiditätsveränderungen oder von - wiederum nur wesentlichen - Umständen, die hierauf von Einfluß sind oder sein werden. Darüber hinaus sind Insiderinformationen Kenntnisse von folgenden geschäftspolitischen Maßnahmen: Änderung des Grundkapitals ², Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages, Übernahme- oder Abfindungsangebot, Eingliederung, Verschmelzung ³, Vermögensübertragung, Umwandlung, Auflösung. Nicht direkt in den Unternehmensbereich gehörende Umstände bleiben bei dieser Definition der Insiderinformation außer Betracht, so z.B. die Kenntnis eines Insiders über An- oder Verkauf eines Insider-Papiers durch einen außenstehenden Dritten, was durchaus von Einfluß auf die Bewertung des Insiderpapiers sein könnte ⁴.

II. Bedeutung der Mißbrauchs-Verhinderung aus der Sicht der Praxis

Das Gewicht, das einzelne Unternehmen der Verhinderung mißbräuchlicher Ausnutzung von Insiderinformationen beimessen, ersieht man aus einer Umfrage, die der Verfasser im Mai 1979

-
- 1 Zur Dividendenerhöhung als kursrelevante Größe vgl. Stahl, Hans: Aktien vor und nach Kapitalerhöhungen, Frankfurt 1969, S. 26 ff.; ferner Büschgen, Hans E.: Die Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, in: Wertpapier 1965, S. 763 ff.; Hintner, Otto: Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 125; Derfler, Gerhard: Bedeutung der Publizitätspflicht für den Kapitalmarkt, Diss. Köln 1960, S. 174
 - 2 Zum empirischen Nachweis des Effekts von Nachrichten ("Signaleffekt") über die Ausgabe von Berichtigungsaktien vgl. Ballwieser, Wolfgang: a.a.O., S. 243, 245. Der Autor kommt zu dem Ergebnis, daß Nachrichten dieser Art durchaus Anlaß zu Insidermanipulationen sein können. Ähnliche Ergebnisse findet man bei Schulz, Harald: In jedem zweiten Fall sind Insider am Ball, in: Wertpapier 1973, S. 41 ff. Schulz beschränkt sich bei seinen Untersuchungen auf die Kursentwicklung vor der Veröffentlichung von beabsichtigten Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln bei deutschen Brauereiaktien.
 - 3 Zum statistischen Nachweis des "Signaleffekts" von Verschmelzungen vgl. Ballwieser, Wolfgang: a.a.O., S. 243 f.
 - 4 Vgl. Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1209

durchführte ¹.

Den befragten Unternehmen wurde unter anderem folgende Frage gestellt: "Welche Bedeutung messen Sie der Verhinderung mißbräuchlicher Ausnutzung von Insiderinformationen bei?"

Folgende Antworten wurden gegeben:

- Die Verwendung von Insiderinformationen sollte im Interesse der Aktionäre und des Unternehmens unterbleiben.
- Es sind große Reputationsnachteile zu beobachten.
- Wenn alle börsennotierten Aktiengesellschaften die Insider-Regeln anerkennen, dürfte das Vertrauen des Publikums zur Vermögensanlage in Aktien gestärkt werden.
- Wir messen der Verhinderung mißbräuchlicher Ausnutzung von Insiderinformationen großen Wert bei, zum Beispiel bei bevorstehenden Kapitalerhöhungen und erst recht, wenn vorgesehen ist, Ergebnisabführungsverträge mit einer Obergesellschaft abzuschließen.

Aus diesen zwar nicht repräsentativen, jedoch klaren und eindeutig eine Mißbrauchsverhinderung befürwortenden Antworten kann auf die erhebliche Bedeutung von Insiderinformationen im Unternehmensbereich geschlossen werden.

¹ Bei dieser Fragebogen-Aktion, deren Wortlaut im Anhang unter Nr. 1 abgedruckt ist, wurden 22 deutsche Aktiengesellschaften aus der Börsen-Zeitung nach dem Zufallsverfahren ausgewählt und angeschrieben. Neun Gesellschaften (= 41 %) haben geantwortet. Die Aktien von vier Gesellschaften wurden amtlich notiert, fünf weitere im geregelten Freiverkehr gehandelt.

2. Abschnitt: DARSTELLUNG BESTEHENDER UND BEABSICHTIGTER GESETZLICHER INSIDER-REGELUNGEN IN EINIGEN AUS- GEWÄHLTEN LÄNDERN UND IHRE EFFIZIENZ

A. Gesetzliche Regelung im nicht-deutschsprachigen Ausland

I. Vereinigte Staaten von Amerika

a) Gründe für eine gesetzliche Regelung

In den Vereinigten Staaten von Amerika besteht bereits seit Jahrzehnten die umfassendste gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes im allgemeinen und der Insiderregelung im besonderen. Die Gründe, die zu einer Überwachung des Kapitalmarktes und des Effektenwesens geführt haben, sind vielfältig.

(1) Die Expansion der Unternehmen, verbunden mit einer Verbreiterung des Aktionärskreises ¹, ist als Notwendigkeit dafür anzusehen, daß die bisherigen, zum Teil nur einzelstaatlichen Regelungen von einer umfassenden bundesgesetzlichen Gesetzgebung abgelöst werden mußten.

(2) Auch die "ganz erheblichen Mißstände im Kapitalanlagewesen" ², insbesondere vor 1935 ³, waren Anlaß, ein über die Reform des Gesellschaftsrechts hinausgehendes Kapitalmarktrecht einzuführen, um das Vertrauen ⁴ des Wertpapierpublikums wiederzugewinnen.

1 Vgl. Loss, Louis: Grundzüge der "Securities-Regulation" in den USA, in: Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe-Universität Frankfurt, Bd. 2, Frankfurt 1971, S. 38

2 Hopt, Klaus J.: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? In: ZHR 1976, S. 203

3 Die Börsenkrise der Jahre 1929 - 1933 führte selbst bei den führenden amerikanischen Industriewerten zu einem durchschnittlichen Kursrückgang seit ihrem Höchststand um ca. 90 %; vgl. hierzu Wolff, Werner: Börsenaufsicht in den USA, in: Die Aktiengesellschaft 1958, S. 58. Ähnliche Zahlenangaben finden sich bei Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: Publizität und Gewinnverteilung im neuen Aktienrecht, Frankfurt 1960, S. 44: danach sank der Wert aller an der New York Stock Exchange notierten Aktien von US-Dollar 89 Mrd. im Jahre 1929 bis auf US-Dollar 15 Mrd. im Jahre 1932, was einen Verlust von US-Dollar 74 Mrd. in 2 1/2 Jahren darstellt. Unter Einschluß der Obligationen betrug der Verlust sogar US-Dollar 93 Mrd.

4 Vgl. Bruns, Heiko: Der Wertpapierhandel von Insidern als Regelungsproblem, Diss. Frankfurt 1973, S. 95

(3) Ausschlaggebend dürfte ferner die Tatsache ¹ gewesen sein, daß es in den USA keine mit unseren Verhältnissen vergleichbare gesetzliche Kranken- und Altersfürsorge gab, so daß naturgemäß diese Vorsorge dem Einzelnen selbst überlassen blieb. Daraus folgt zwangsläufig, daß "die Rechtsordnung die Sicherung privaten Einkommens und privater Kapitalanlage berücksichtigen muß" ².

Im Prinzip verfolgen deshalb die einschlägigen Bundesgesetze ³ ("securities regulations") den Gedanken, "dem öffentlichen Anlegerpublikum alle überhaupt vorhandenen und beschaffbaren Informationen zugänglich zu machen, die für die Bewertung der öffentlich gehandelten Wertpapiere von Bedeutung sind." ⁴

Die Grundtendenz der Gesetze läßt sich auch mit dem Satz "Schutz der Anleger durch Aufklärung" ⁵ zusammenfassen.

Als Fazit bleibt festzuhalten, daß die im folgenden darzustellenden gesetzlichen Regelungen einer zwingenden Notwendigkeit ihre Entstehung verdanken und in Zusammenhang mit der seinerzeitigen schwierigen wirtschaftlichen Situation zu sehen sind ⁶.

1 Vgl. Wiedemann, Herbert: Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, in: Betriebs-Berater 1975, S. 1592

2 Ebenda

3 Näheres hierzu s. S.19 ff. dieser Arbeit

4 Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, in: ZHR 1972, S. 373 f.; ferner Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: a.a.O., S. 45

5 Klainguti, Ernest: Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im amerikanischen Bundesrecht, Bern 1971, S. 31

6 Vgl. Wolff, Werner: a.a.O., S. 58, der darauf hinweist, daß "nur, wenn man sich den Schock, den das ganze Volk erfahren hatte, das Entsetzen und die Angst, die durch das Land gingen, und die wahrhaft bittere Not vor Augen führt, die damals weiteste Kreise - arm oder reich - betroffen hatte, die überaus weitgehende Notstandsgesetzgebung verständlich (wird)".

In ähnlichem Sinne beschreibt Schlesinger, A.M.: Der Aufstieg der USA, New York 1951 und 1954, S. 407, die große Krise: "Der Zusammenbruch erstreckte sich auf alle Teile des Landes und auf alle Schichten der Bevölkerung. Auch in anderen Ländern breitete sich das schleichende Übel aus, und im Jahr 1931 konnte man bereits von einer Welt umfassenden Katastrophe sprechen."

b) Kurzdarstellung der wichtigsten Bestandteile der gesetzlichen Regelung

Im folgenden soll versucht werden, zum besseren Verständnis der Problematik eine kurze, aber prägnante Darstellung der Grundzüge der Regulierung des Effektenmarktes und der Insiderregelung wiederzugeben. Lückenlose und erschöpfende Ausführungen sind aufgrund der Mannigfaltigkeit von Rechtsnormen, Grundsatzentscheidungen und Schrifttum nicht zu erwarten. Hinzu kommt, daß auch die amerikanische Regelung durchaus noch im Fluß ist ¹.

Den Kern der amerikanischen Regelung bildet die "disclosure", die Offenlegung ² des Wertpapiervermögens. Diese disclosure durchzieht sämtliche einschlägigen Rechtsgrundlagen und das ganze System der Schutzbestimmungen. Das amerikanische System ist eine Kombination aus common law ³, aus einzelstaatlicher Regelung in den sog. blue sky laws und aus von den Landesgrenzen unabhängiger Bundesgesetzgebung.

Von Bedeutung für die hier angesprochene Problematik sind die blue sky laws und die Bundesgesetzgebung.

1. Die einzelstaatlichen blue sky laws

Die blue sky laws ⁴ sind als die Vorgänger der heute vorherrschenden Bundesgesetze anzusehen. Diese blue sky laws gelten

1 Vgl. Coing, Helmut: a.a.O., S. 121. Neu aufgetrauchte Probleme bilden Gegenstand von einschlägigen Tagungen, ohne daß in der Regel abschließende und alle Seiten befriedigende Ergebnisse erzielt werden können. Die letzte derartige Tagung war die 2. Internationale Tagung für Gesellschafts- und Börsenrecht, London 1975. Zu ihrem Inhalt und Ergebnissen vgl. Will, Michael R.: "Insider" ist jeder Insider, in: Rabels Z 1975, S. 532 ff.

2 Vgl. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 96; Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: a.a.O., S. 30, übersetzen den Begriff "disclosure" mit Publizität, ebenso Hopt, Klaus: a.a.O., S. 205. Bei Klainguti, Ernest: a.a.O., S. 31, findet sich der ergänzende Hinweis, daß disclosure darüber hinaus eine Kombination umfassender Wörter (z.B. Aufklärung, Enthüllung, Mitteilung usw.) darstellt und Publizität nur einen Teil von disclosure abdeckt.

3 Vgl. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 94 (FN 2)

4 Hat sinngemäß die Bedeutung von "das Blaue vom Himmel herunterkaufen"; vgl. hierzu auch Wiethölter, Rudolf: Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961, S. 157, FN 71

auch heute noch, trotz der Bundesgesetze, weiter, obwohl sie Gesetze auf Landesebene sind. Für Wertpapiere, die nicht der Bundesgesetzgebung unterliegen ¹, sind sogar ausschließlich die blue sky laws gültig. Diese ersten "Publizitätsgesetze" waren - je nach Bundesstaat - unterschiedlich stark in ihren Einflußmöglichkeiten. Das blue sky law z.B. des Bundesstaates Delaware gibt dem Staatsanwalt die Handhabe, gegen betrügerischen Handel mit Wertpapieren einzuschreiten, also etwa bei einer Täuschung, falschen Darstellung, falschen Versprechungen in Zusammenhang mit der Ausgabe, dem Angebot, dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren innerhalb der Landesgrenzen ². Beispielsweise schreibt das blue sky law des Staates New York darüber hinaus die Registrierung aller am Handel mit Wertpapieren beteiligten Personen ³ vor. Am weitesten gehen jedoch die meisten übrigen Bundesstaaten, die zusätzlich die Registrierungspflicht ⁴ für den erstmaligen Verkauf einer Emission vorsehen ⁵.

1 Das sind Emission von sog. close corporations, d.h. von Gesellschaften, die nicht den öffentlichen Kapitalmarkt in Anspruch nehmen und zum Teil etwa der GmbH, zum Teil der Familien-AG, zum Teil der incorporated partnership (OHG) entsprechen. Vgl. hierzu Wiethölter, Rudolf: a.a.O., S. 195

2 Vgl. Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: a.a.O., S.41

3 Dazu gehören u.a. broker, dealer, underwriter agents usw. Zu den einzelnen Begriffen vgl. z.B. Waldthausen, Michael v.: Handbuch des amerikanischen Stockbrokergeschäfts, Frankfurt 1963, S. 15 ff.; ferner section 3 (11) des Securities Act von 1933.

4 Hierzu gehören z.B. Angaben über den Emittenten, Sicherheiten, Bilanzvorlage, Zusammensetzung des Board usw.

5 Vgl. Baker, Ralph J./Cary, William L.: Cases and Materials on Corporations, 3. Aufl., Brooklyn 1958, S. 1137 ff. In der hier vorliegenden Entscheidung wird festgestellt, daß Aufgabe dieses Gerichtes sei, die Angaben des Emittenten zu prüfen und gegebenenfalls bereits den versuchten Betrug am anlagesuchenden Publikum durch Registrierungsverbot zu unterbinden.

Wesentliches Merkmal der blue sky laws ist es, dem zukünftigen Aktionär oder Obligationär "Klarheit über das zu geben, was er erwirbt, ihn also vor Übervorteilung durch falsche Information oder durch Unterdrückung wesentlicher Angaben zu schützen. Eine laufende Unterrichtung wird noch nicht vorgesehen." ¹ Der entscheidende Nachteil der blue sky laws besteht darin, daß sie in den einzelnen Bundesstaaten zu verschieden sind und auch unterschiedlich interpretiert werden ². Hinzu kommt, daß die Gerichte die einschlägigen Gesetze mit unterschiedlicher Bestimmtheit auslegen ³. Diesen Schwierigkeiten konnte nur mit einer wirksameren und umfassenderen Bundesgesetzgebung begegnet werden.

2. Die Bundesgesetzgebung

Im Rahmen dieser Arbeit kann nur auf die beiden wichtigsten Gesetze auf dem Sektor des Anlegerschutzes und des Insiderhandels eingegangen werden, den Securities Act von 1933 ⁴ und den Securities Exchange Act von 1934 ⁵. Im wesentlichen geht es bei beiden Gesetzen im Rahmen der bereits erwähnten "disclosure philosophy" ⁶ darum, dem Publikum alle diejenigen Informationen zu verschaffen, die es für die Bewertung der "securities" ⁷ benötigt, um eine rationale Entscheidung bezüglich eines Kaufes oder eines Verkaufes herbeiführen zu können.

1 Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: a.a.O., S. 42

2 Vgl. ebenda, S. 43

3 Vgl. ebenda

4 Vgl. 48 Stat. 74 (1933); 15 U.S.C. §§ 77a ff.

5 Vgl. 48 Stat. 881 (1934); 15 U.S.C. §§ 78a ff.

6 Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 374

7 Zum Begriff der "securities" vgl. Hopt, Klaus: a.a.O., S. 207 ff. Hopt befaßt sich ausführlich mit diesem Begriff: Danach gehören hierzu nicht nur Effekten, sondern z.B. auch Investmentverträge und Bruchteilsberechtigungen an Öl- und Gasberechtigungen. Neuerdings unterliegen den Bundesgesetzen auch der Verkauf seltener Münzen, von schottischem Whisky und sogar von Chinchillas.

1. Der Securities Act von 1933

Der Securities Act von 1933 ¹ befaßt sich nur mit dem Verkauf von Neuemissionen ². Jede emittierende Gesellschaft hat die öffentlich im zwischenstaatlichen Verkehr zu emittierenden securities vor einem Verkauf bei der SEC ³ zur Registrierung anzumelden. In Verbindung mit dieser Registrierung ist ein sogenanntes "registration statement" ⁴ (Vertriebsanzeige) einzureichen, die - neben einer beigelegten Kopie des Prospekts ⁵ - über die finanzielle und rechtliche Lage der Gesellschaft zu informieren hat, laufend zu ergänzen ist ⁶ und dem Publikum auf Anfrage zur Einsichtnahme vorgelegt werden muß. Bevor die SEC nicht ihre "order of effectiveness" erteilt hat, dürfen die securities nicht verkauft werden. Die SEC hat nur darüber zu befinden, daß alle wichtigen Umstände offengelegt werden, nicht aber darüber, ob die securities zu hoch oder zu niedrig bewertet sind; das zu beurteilen bleibt dem Käufer selbst überlassen.

ii. Der Insider

Der Kreis der als Insider in Frage kommenden Personen ist in Amerika sehr weit gezogen, er bezieht praktisch jedermann ("any

1 Wird auch als "Truth in Securities Law" bezeichnet.

2 Das Gesetz soll in diesem Zusammenhang vor Betrug, unrichtigen Darstellungen und sonstigen unsauberen Handlungsweisen schützen.

3 Bis zur Gründung der SEC im Jahre 1934 war deren Vorgängerin, die FTC (Federal Trade Commission), die zuständige Behörde.

4 Zum Inhalt des "registration statement" vgl. Textsammlung von Jennings, Richard W./Marsh, John: Selected Statutes, Rules and Forms under the Federal Securities Laws, Mineola, New York 1974, S. 125 f. Deutschsprachig zum gleichen Gebiet vgl. Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: a.a.O., S. 150 ff. Die Registrierung der securities soll in Zukunft abgelöst werden durch die Registrierung der Gesellschaft, dazu vgl. Hopt, Klaus: a.a.O., S. 204, FN 12

5 Für dessen Richtigkeit und Vollständigkeit Emittent und underwriter zivil- und strafrechtlich haften. Mit dem Informations- und Wahrheitsgehalt des Prospekts setzt sich kritisch auseinander Waldthausen, Michael v.: a.a.O., S. 32 f. Demnach garantiert SEC keineswegs die Wahrheit der erstellten Angaben bzw. sie identifiziert sich nicht mit deren Inhalt, sie hat aber die Pflicht und das Recht, völlige "disclosure" vom Emittenten einzuholen.

6 Diese Vorschrift wurde erst 1936 durch den Securities Exchange Act, section 12(a) eingeführt.

person") ein. Zunächst wird nach Section ¹ 16 der Securities Exchange Act von 1934 zu den Insidern ein klar definierter Personenkreis gerechnet ²:

- (1) Aktionäre mit direktem oder indirektem Aktienbesitz von mehr als 10 % an einer Aktiengattung des Gesellschaftskapitals ("every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security")³.

Der Begriff "beneficial owner" weist darauf hin, daß es nicht auf den Namen des im Aktionärsregister eingetragenen Aktionärs ankommt - im amerikanischen Aktienwesen herrscht die Namensaktie vor -, sondern auf diejenige Person, der das wirtschaftliche Eigentum zusteht. Es ist also durchaus möglich, daß die Ehefrau oder die Kinder als Eigentümer im Aktionärsregister eingetragen sind, der Ehemann bzw. Vater aber als "beneficial owner" zu betrachten ist, sofern diese Vermutung von der Securities Exchange Commission nicht verneint wird. ⁴

- (2) Mitglieder des Aufsichtsrates (Verwaltungsrates) ("directors") und deren Hintermänner; hat eine Person lediglich pro forma einen Aufsichtsratssitz inne, ist sie aber als Vertrauensperson eines Gesellschaftsgläubigers zur Wahrung dessen Interessen in den Aufsichtsrat delegiert, so gilt dieser Gesellschaftsgläubiger ebenfalls als Insider und muß sich wie ein Mitglied des board of directors behandeln lassen ^{5,6}.

- (3) Mitglieder der Geschäftsführung ("officers"), die im einzelnen durch eine entsprechende Verordnung weitgehend definiert sind, nämlich "president, vice-president, treasurer, secretary, comptroller" sowie jede andere Person, die ähnliche Funktionen für die Gesellschaft wahrnimmt wie die der oben genannten Personen ⁷.

¹ "Section" entspricht dem deutschen "Paragraph"

² Vgl. § 16a Securities Exchange Act, 15 U.S.Code, § 78 p(a)

³ Ebenda

⁴ Vgl. Bruns, Heiko: A.a.O., S. 110

⁵ Vgl. Falkenhausen, Bernhard von: Minderheitenschutz und Aktienhandel, in: Die Aktiengesellschaft 1972, S. 277

⁶ Vgl. Mestmäcker, Ernst-Joachim: Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, Karlsruhe 1958, S. 95

⁷ Vgl. Rule 3 b-2, 17 C.F.R. 240.3.b.-1

Aus dem Bisherigen ergibt sich, daß nach Section 16 der Securities Exchange Act ausschließlich die unter (1) bis (3) genannten Personenkreise dem Insiderbegriff unterliegen; ein Vorgehen gegen andere Personen nur aufgrund dieser Vorschrift scheidet damit aus.

Einige Jahre nach Erlaß des § 16 wurde 1942 von der SEC ¹ die Section 10b ² erlassen und mit der Rule 10b-5 ³ als Generalklausel funktionsfähig gemacht. Rule 10 b-5 wendet sich nicht an einen bestimmten Personenkreis, sondern an jedermann ("any person"). Die Kategorie wird also nicht wie in Section 16 abschließend aufgezählt, sondern Insider ist nach dieser Verordnung jeder, der kursrelevantes ("material facts") Insiderwissen hat oder an Informationen über die Gesellschaft gelangen kann, die auf nicht allgemein zugänglichen Tatsachen beruhen und der damit einen Informationsvorsprung erzielt. Der Anwendungsbereich schließt also die nach Section 16 erfaßten Personen ein¹, geht aber definitionsmäßig noch weit darüber hinaus. In Frage kommen können nämlich praktisch alle Angestellten, ferner Familienmitglieder, Broker, Anwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Banken, Journalisten. Selbst unternehmensferne Personen wie Tipempfänger ("tippees") fallen bei Empfang von Informationen zweifelsfrei unter die Rule 10 b-5 ⁴. Die Position des Wertpapier-Analysten ist hingegen nicht eindeutig definiert. Während dieser in einem Teil der Literatur zu den Insidern gerechnet wird ⁵, halten manche Autoren die Einordnung noch für völlig offen ⁶; die "leistungsbedingte Informationsgewinnung (z.B. durch systematische Auswertung generell bekannter Informationen)" macht den Wertpapieranalysten noch nicht zum Insider. Schwierig wird es erst dann, wenn er "material facts", die er von der Gesell-

1 Securities Exchange Commission

2 Vgl. § 10 b Securities Exchange Act, 15 U.S. Code, § 78j

3 Vgl. 17 C.F.R. 240.10b-5

4 Vgl. Flachmann, Klaus: Insider Information und Börsenreform II, a.a.O., S. 650; Coing, Helmut: a.a.O., S. 121; Hopt, Klaus/Will, Michael: Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973, S. 78, 95; Falkenhausen, Bernhard v.: Minderheitenschutz und Aktienhandel, a.a.O., S. 241

5 Vgl. Hopt, Klaus/Will, Michael: a.a.O., S.77; Flachmann, Klaus: Insider Information und Börsenreform II, a.a.O., S. 650

6 Vgl. Hölzler, Heinrich/Hoffmann, Hans: Schützen die Insider-Vorschriften den Insider?, in: Kreditwesen 1975, S. 310; Falkenhausen, Bernhard v.: a.a.O., S. 242

schaft erhalten hat, vor einer allgemeinen Veröffentlichung verwertet. Die Problematik liegt also bei der Abgrenzung zwischen allgemein zugänglichen Informationen und den "material facts" (kursrelevante und vertrauliche Tatsachen) ¹. Die Entwicklung zu diesem Problemkreis ist noch nicht abgeschlossen und soll in dieser Arbeit noch näher diskutiert werden.

iii. Der Securities Exchange Act von 1934

(A) Gültigkeitsbereich und Zweck des Gesetzes

Der Securities Exchange Act von 1934 - Basis der amerikanischen Insiderregelung - gilt, im Gegensatz zu dem oben genannten Securities Act, für den Handel mit den securities, also für den sogenannten Zirkulationsmarkt ². Das Gesetz sieht vor, daß es auch zur Börseneinführung zwecks Handel in einem security der Registrierung bei der SEC bedarf. Nicht ³ an einer Börse gehandelte securities unterliegen also den Bestimmungen des Securities Act, die namhaften, zum börsenmäßigen Handel zugelassenen securities dem Securities Exchange Act ⁴.

Dieses Gesetz verfolgt "zum Schutz der Investoren, zur Sicherung der Werte und soweit als möglich zur Eliminierung unnützer, unkluger und destruktiver Spekulationen" ⁵ einen mehrfachen Zweck: Publizitätspflicht der Gesellschaften, Regulierung des Wertpapiermarktes und dessen Kontrolle ⁶. Dieser Zweck soll

1 Vgl. Falkenhausen, Bernhard v.: a.a.O., S. 242

2 Zum Begriff vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 277

3 Gemeint ist hier der sog. OTC-Verkehr, d.h. der Handel "over the counter".

4 Der Securities Exchange Act wurde 1964 dahingehend novelliert, daß nunmehr auch Gesellschaften (unnotierte) publizitätspflichtig sind, die weder den Weg der öffentlichen Emission noch der Börsennotierung wählen, dafür aber eine Bilanzsumme von mehr als 1 Mill. Dollar aufweisen und mehr als 500 Aktionäre haben.

5 Botschaft des Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika an den Kongreß, H.R.rep.No. 1383, 73d. Congress, 2d. Session, 1934, S. 1 f.

6 Vgl. Klainguti, Ernest: a.a.O., S. 36 f.; Wiethölter, Rudolf: a.a.O., S. 162 f.; Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: a.a.O., S. 49 f.

durch die oben erwähnten Registrierungsvorschriften erreicht werden, ferner unter anderem durch Vorschriften über die Aufsicht der Wertpapierbörsen, über die Börsenmitglieder, über die Stimmrechtsausübung der Aktionäre durch Bevollmächtigte, durch Gründung der SEC, und ähnliches.

Von grundlegender Bedeutung im Rahmen dieser Arbeit sind endlich die Vorschriften über Wertpapiergeschäfte von Insidern. Auf diese soll im folgenden näher eingegangen werden.

Kernpunkte der amerikanischen Insiderregelung sind section 16 und rule 10 (b)-5¹ des Securities Exchange Act.

(B) Die Offenlegung des Effektenbesitzes

Zunächst verlangt section 16 (a) die Offenlegung des Effektenbesitzes der Insider². Alle directors, officers und Personen, die direkt oder indirekt 10 % oder mehr irgendeiner Klasse von Aktien der Gesellschaft besitzen, sowie deren Ehegatten, minderjährige Kinder und im gleichen Hause wohnende Verwandte sind verpflichtet, monatlich die SEC darüber zu informieren, wie sich ihr Besitz in Aktien der Gesellschaft verändert hat. Diese Informationen werden in Berichtsform zusammengefaßt und veröffentlicht. Jedermann kann diese Berichte im Abonnement beziehen. Auf diese Weise hoffte der Gesetzgeber, präventiv gegen unsaubere Praktiken zu wirken, indem alle Insidergeschäfte schonungslos der Öffentlichkeit unterbreitet werden.³ Section 16 (b) bestimmt darüber hinaus einen Her-

1 Vgl. Jennings, Richard W.: Insider-Geschäfte nach Rule 10 (b)-5 der Vorschriften über die Security Exchange Commission, in: ZHR 1969, S. 1 ff.; Klainguti, Ernest: a.a.O., S. 52 ff.

2 Näheres zum Kreis der Insider in diesem Zusammenhang s. S. 21 dieser Arbeit

3 Einzelheiten hierzu bei Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 93

ausgabeanspruch ¹ der Gesellschaft an die oben genannte Personengruppe auf kurzfristig, das heißt innerhalb von sechs Monaten, erzielte Gewinne, völlig unabhängig davon, ob eine Insiderinformation vorgelegen hat.

Spekulationsgewinne ² innerhalb der 6-Monats-Frist sind demnach von den genannten Personen zurückzuerstatten, wobei es nicht darauf ankommt, ob die Gewinne durch Ausnutzen vertraulicher Informationen erzielt wurden. Sobald jedoch die sechs Monate auch um nur einen Tag überschritten werden, greift dieser Passus des Gesetzes nicht mehr.

Unter die Vorschriften von Section 16 (b) fallen sämtliche Gesellschaften, deren Bilanzsumme mehr als 1 Million Dollar beträgt oder deren Aktionärskreis größer als 500 ist ³. Gesellschaften, die die genannten Kriterien nicht erfüllen, werden von dieser Bestimmung nicht erfaßt.

Wie bereits gesagt, hat die Gesellschaft einen einklagbaren Gewinnherausgabeanspruch an den oder die Insider. Wird der Anspruch von der Gesellschaft innerhalb von 60 Tagen nicht wahrgenommen, kann ihn jeder Aktionär oder Obligationär ⁴ der Gesellschaft an deren Stelle erheben. Die Insider-Gewinne sind nicht - wie zu erwarten wäre - an den vom Insider geschädigten Käufer oder Verkäufer abzuführen, sondern an die - unter Umständen überhaupt nicht geschädigte - Gesellschaft.

1 Wegen der Bedeutung von section 16 (b) sei deren Inhalt im Wortlaut wiedergegeben:

"Um den unlauteren Gebrauch von Informationen zu verhindern, die die genannten Aktionäre (beneficial owners), directors oder Verwaltungsmitglieder erlangt haben können, gebührt der Gewinn, den diese Personen dadurch erzielen, daß sie Anteilsrechte (equity securities) der Gesellschaft innerhalb einer Frist von sechs Monaten kaufen oder verkaufen oder verkaufen und zurückkaufen, der Gesellschaft und kann von dieser herausverlangt werden; das gilt dann nicht, wenn das Anteilsrecht im Zusammenhang mit einer Schuld erworben wird, die vorher entstanden war. Der Anspruch der Gesellschaft ist davon unabhängig, ob die genannten Aktionäre, directors oder Verwaltungsmitglieder zu der Zeit, als sie die Transaktion einleiteten, die Absicht hatten, das erworbene Wertpapier länger als sechs Monate zu behalten oder das veräußerte Wertpapier später als nach sechs Monaten zurückzuerwerben." (zitiert wird hier die Übersetzung von Mestmäcker, Ernst-Joachim: a.a.O., S. 187 f.)

2 Sog. "short-swing"-Geschäfte

3 Vgl. S.23 , FN 4 dieser Arbeit

4 "The owner of any security of the issuer", Section 16 (b)

Es handelt sich bei der Lösung nach section 16 (b) um eine Faustregel ¹, die wohl praktisch und auch einfach anwendbar ist, die aber - im Vergleich zu der nachfolgend zu diskutierenden rule 10 (b)-5- zu schematisch, starr und eng konzipiert ist. Insider pflegen im allgemeinen verschlungenere Pfade zu gehen, auf denen sie mit section 16 (b) selten gefaßt werden können.

(C) Betrug und Täuschung als Kern der Insiderregelung

Eine entscheidende Ergänzung und Verbesserung zur Beilegung des Insider-Handels stellen section 10 (b) ² und rule 10 (b)-5 ³ dar.

Im Mittelpunkt dieser Vorschriften stehen die Begriffe "fraud" (Betrug) und "deceit" (arglistige Täuschung). Section 10 (b) stellt arglistige Täuschung und Betrug beim Wertpapierhandel unter Strafe. Dieses Verbot wird durch die rule 10 (b)-5 konkretisiert: demnach ist es "verboten, durch Benutzung irgendwelcher Mittel oder Einrichtungen im Handel zwischen den Bundesstaaten ⁴, der Post oder von Einrichtungen einer nationalen Börse unmittelbar oder mittelbar im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren

1. irgendeinen Plan, Vorhaben oder eine List zur Begehung eines Betrugs anzuwenden,
2. unwahre Behauptungen bezüglich wesentlicher Tatsachen zu machen oder die Mitteilung wesentlicher Tatsachen zu unterlassen, soweit diese zur Vermeidung eines irreführenden Anscheins anderweitig gemachter Behauptungen erforderlich sind oder

1 Vgl. Klainguti, Ernest: a.a.O., S. 64 ("crude rule of thumb")

2 Vgl. 15 U.S.Code § 78j

3 Vgl. 17 C.F.R.240-10(b)-5

4 Sog. "interstate commerce", d.h. dieser wird bereits dann als gegeben angesehen, wenn beim Handel zwischenstaatliche Verkehrsmittel in Anspruch genommen werden, also z.B. Post, Telefon usw. Diese einschränkende Voraussetzung für 10 (b)-5 wird von den Gerichten nicht mehr ausdrücklich geprüft. Vgl. Forstmoser, Peter: Effektenhandel durch Insider, in: Die schweizerische Aktiengesellschaft 1974, S. 141 FN 68

3. irgendwelche Handlungen, Verfahren oder Geschäftsgebaren anzuwenden, die sich täuschend oder irreführend auf irgendeine Person auswirken oder auszuwirken geeignet sind." ¹

Voraussetzung für das Vorliegen eines Insider-Geschäfts ist also zunächst zwingend das Vorhandensein eines oder mehrerer Insider, denn nur Insider wissen über (wesentliche) Tatsachen Bescheid. Zum Kreis der Insider nach rule 10 (b)-5 wird auf die an anderer Stelle ² gemachten Ausführungen verwiesen. Hinsichtlich des sachlichen Anwendungsbereichs werden sämtliche Wertpapiertransaktionen erfaßt, es muß sich nur immer um einen Kauf oder Verkauf handeln, gleich ob inner- oder außerhalb der Börse.

Der wesentliche Grundsatz der rule 10 (b)-5 wird in dem folgenden bekannten Fall ³ dargelegt, der hier wegen seiner maßgeblichen Bedeutung ausführlich zitiert werden soll:

"Die Rechtslage ist eindeutig. Es ist einem Insider, wie z.B. einem Mehrheitsaktionär verboten, Aktien eines Minderheitsaktionärs zu kaufen, ohne wesentliche, den Wert der Aktie beeinflussende Tatsachen, die zwar dem Mehrheitsaktionär auf Grund seiner Stellung innerhalb der Gesellschaft, aber nicht dem verkaufenden Minderheitsaktionär bekannt sind, mitzuteilen, wenn diese Mitteilung die Entscheidung des Käufers zu beeinflussen geeignet war. Die Mitteilungspflicht ergibt sich aus der Notwendigkeit, einen in die Angelegenheiten der Gesellschaft Eingeweihten daran zu hindern, seine Stellung durch unfaires Ausnutzen des Minderheitsaktionärs zu mißbrauchen. Auf diese Weise wird versucht, für einen gewissen Ausgleich in der Verhandlungsposition der Parteien zu sorgen, damit die Minderheit bei jeder derartigen Veräußerung eine auf gut fundierter Information beruhende Entscheidung treffen kann. Einige Gerichte haben dies als treuhänderische Pflicht bezeichnet, während andere meinen, es sei eine wegen "besonderer Umstände" auferlegte Pflicht. Einer der Hauptzwecke des

1 Übersetzung von Wolf, Manfred bei Jennings, Richard W.: Insider-Geschäfte nach Rule 10 (b)-5 der Vorschriften über die Security Exchange Commission, a.a.O., S. 1 f. (FN)

2 Vgl. S. 22 dieser Arbeit

3 Vgl. Speed v. Transamerica Corp., 99 F. Supp. 808 (1951)

Securities Exchange Act von 1934 ... war es, den Gebrauch betriebsinterner Informationen durch Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie durch Mehrheitsaktionäre zu ihrem eigenen finanziellen Vorteil und zum Nachteil des normalen Wertpapierbesitzers für rechtswidrig zu erklären." ¹

Wichtiges, von einem möglichen Kläger zu beweisendes (Unterschied zu section 16) Tatbestandsmerkmal von rule 10 (b)-5 ist das Insiderwissen, d.h. das Wissen von vertraulichen oder von noch nicht der Öffentlichkeit zugänglichen Tatsachen, die wesentlich sein müssen ("material facts"). Welche Tatsachen oder besser Informationen als wesentlich angesehen werden, ist noch nicht endgültig geregelt. Wesentlich sind zunächst einmal solche Tatsachen, "die ihrer Natur nach außerordentlich sind und von denen man vernünftigerweise erwarten kann, daß ihre Aufdeckung einen substantiellen Einfluß auf den Marktpreis der Aktie hätte" ².

Bei einem sogenannten "materiality-test" ³ durch das Gericht kommt es also zunächst darauf an, ob die Information so wichtig ist, daß ein vernünftiger Anleger die Wertpapiere kaufen oder verkaufen würde, und ferner darauf, ob die Veröffentlichung dieser Tatsache den Kursverlauf des Wertpapiers wesentlich beeinflussen wird ⁴. Neben die "materiality" muß also für das Vorliegen eines Insidergeschäfts noch die "reliance" treten, d.h. die Behauptung falscher Tatsachen oder das Verschweigen von Informationen muß sich subjektiv auf die Entscheidung eines Außenstehenden auswirken und für den Kauf oder Verkauf ursächlich sein. ^{5,6}

1 Jennings, Richard W.: a.a.O., S. 12

2 Klainguti, Ernest: a.a.O., S. 124

3 Prüfung der wesentlichen Tatsache

4 Beispiele für "material facts" aus der amerikanischen Praxis: unerwartete Dividendenherabsetzung (40 SEC 907) (Fall Cady, Roberts & Comp.); Entdeckung eines Erzfundes (401 F. 2d. 833 (1968)) (SEC v. Texas Gulf Sulphur Comp.)

5 Seit dem Urteil von List v. Fashion Park Inc. (340 F.2d 457 (1965)) wird in der Literatur davon ausgegangen, daß nicht nur der Kläger aufgrund einer falschen Information gehandelt haben muß, sondern auch ein "reasonable man". Vgl. Klainguti, Ernest: a.a.O., S. 126

6 Zu der Problematik zwischen Täuschung und Schädigung unter dem Gesichtspunkt von "causation" (Verursachung) und "reliance" äußert sich Horn, Norbert: a.a.O., S. 378

Rechtliche Schritte gegen Insider können sowohl die SEC¹ als auch der Geschädigte² vornehmen. Eine besondere direkte vertragliche Beziehung zwischen Insider und Geschädigtem ist nicht erforderlich³.

"Dabei spielen gerade auch auf dem Gebiet der securities regulation die derivative action eine erhebliche und neuerdings auch die class action eine gewisse Rolle. Sind es hier einzelne Anleger oder Rechtsanwälte, die mit dem eigenen Interesse an Schadensersatz oder an Gebühren zugleich das öffentliche Durchsetzungsinteresse wahrnehmen, so findet sich auch die Form der Verbandsklage."⁴

Gegen Insider kann auf Herausgabe des erzielten Gewinns oder auf Schadensersatz oder auf Rückgängigmachung der Transaktion geklagt werden. Bei den anonymen Börsengeschäften ist der Nachweis der lückenlosen Kette vom Käufer zum Verkäufer oder umgekehrt oft außerordentlich schwierig⁵. Es ist also nicht immer feststellbar, an wen die Insidergewinne überhaupt abführbar sind. Im Fall SEC v. Texas Gulf Sulphur Comp. wurden die Gewinne⁶ einem besonderen Fonds zugeführt, der fünf Jahre lang zur Verteilung an die geschädigten Aktionäre zur Verfügung steht.⁷

1 Vgl. als "Paradefall" SEC v. Texas Gulf Sulph. Comp., der Klage der SEC folgte eine große Anzahl privater Klagen von Geschädigten.

2 Vgl. Jennings, Richard W.: a.a.O., S.10, der auf den Fall Kardon v. National Gypsum Comp. (69 F. Supp. 512 (1946)) hinweist. Seit dieser Entscheidung durch ein Bundesgericht vertreten beinahe sämtliche Gerichte die Auffassung, daß rule 10 (b)-5 ein privates Klagerecht des Geschädigten bietet. In diesem Sinn auch Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 375

3 Vgl. Forstmoser, Peter: Effektenhandel durch Insider, a.a.O., S. 142

4 Vgl. Hopt, Klaus: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? In: ZHR 1976, S. 207

5 Obwohl in den USA Namensaktien die Regel sind

6 Differenz zwischen Kaufpreis und Börsenkurs nach Bekanntgabe der erfolgreichen Bohrungen.

7 Eindeutig geht das aus dem Urteil jedoch nicht hervor. Roth bemerkt kritisch, daß sich das Gericht auch nicht zu dem Problem äußert, wie der Kreis der Ex-Aktionäre einzuengen sei und was zu geschehen habe, wenn das Fondsguthaben nicht für alle Anspruchsberechtigten ausreicht. Vgl. Roth, Günter H.: Schadensersatzpflicht bei Börsengeschäften von Insidern im amerikanischen Recht, in: RabelsZ 1974, S. 725

3. Zusammenfassung

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß es der amerikanischen Gesetzgebung, gemeinsam mit den Gerichten, den Börsen und der SEC, gelungen ist, eine Lösung des Insiderhandels zu finden, die einerseits kurzfristige Insidergewinne mit generalklauselartigen Mitteln zu verhindern versucht und andererseits bestrebt ist, den diffizilen, sich in keine starre Kategorie einordnend lassenden Einzelfällen wirksam zu begegnen. Ob die amerikanische Kombinationslösung wirklich optimal in ihrer Effizienz und vorbildlich und nachahmenswert für andere Länder ist, gilt es im folgenden zu diskutieren.

c) Effizienz der gesetzlichen Regelung

Bei der Überlegung, inwieweit die amerikanische Regelung den Anforderungen an einen zeitgemäßen Insiderschutz entspricht, ist zu berücksichtigen, daß das Gesetzeswerk "durch umfangreiche Kasuistik sowie durch die Verordnungen der SEC und ihre Kontrollgewalt wirksam ergänzt wird" ¹.

Die amerikanische Lösung wurde im Laufe von Jahrzehnten durch eine Vielzahl von Fällen und durch eine ausgedehnte Rechtsprechung ständig weiterentwickelt. Sie stellt "in Verbindung mit den Ausführungsbestimmungen der SEC auch heute noch die umfassendste, aber auch komplizierteste Regelung des Insider-Problems dar" ².

Aufgrund des hohen Anspruchsniveaus könnte die Vermutung nahe liegen, daß Insiderfälle in den USA entweder überhaupt nicht mehr vorkommen - die Täter werden durch den Katalog von Sanktionen abgeschreckt - oder aber daß die wenigen Fälle in einem überschaubaren Zeitraum erfaßt, aufgeklärt und geahndet werden können. Wenn dies tatsächlich der Fall wäre, handelte

¹ Wojtek, Ralf J.: Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, Berlin 1978, S. 181

² Ebenda, S. 10. Positiv gewürdigt wird die Regelung insbesondere von Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 92, 96; vgl. auch die dort angeführte Literatur

es sich in der Tat um die vorbildlichste Insiderregelung schlechthin.

Ein Blick in die Literatur gibt jedoch zu gewissen Bedenken Anlaß. Die Erfolge der SEC auf dem Gebiet der Insider-Bekämpfung werden in den USA zum Teil kritisch beurteilt ¹. Das mag teilweise daran liegen, daß häufig "spätere Korrekturen, die sich in der praktischen Anwendung des Gesetzes als eigentlich notwendig erweisen, unterbleiben oder lange hinausgeschoben werden" ². Bestes Beispiel hierfür ist die Tatsache, daß es immerhin acht Jahre gedauert hat, bis die unzureichende - weil zu enge - Regelung der section 16 durch die - zu weite? - Vorschrift der rule 10 (b)-5³ ergänzt wurde.

Auf der anderen Seite haben die gesetzlichen oder sonstigen diesbezüglichen Vorschriften "nicht zur Bildung allgemeinen Unrechtsbewußtseins geführt, wie die Vielzahl der Insiderverfahren zeigt" ³. Der "psychologische Unterwerfungszwang" ⁴ ist bei der gewählten gesetzlichen Regelung gering zu veranschlagen, bei einer freiwilligen Lösung ist der "psychologische Druck auf jeden einzelnen" ⁵ viel stärker.

Zusammenfassend kann wohl der Schluß gezogen werden, daß die amerikanische Insider-Regelung für den amerikanischen Wertpapiermarkt, wenn auch nicht die optimale, aber zumindest eine durchaus überwiegend befriedigende Lösung des Insider-Problems bringt. Begünstigt wird diese Regelung noch durch die Institution der Namens-Aktie, die die eventuelle Rekonstruktion einer 'Eigentümer-Kette' erleichtert.

1 Vgl. Zahn, Johannes: Probleme und Reform der deutschen Börsen, in: Die Aktiengesellschaft 1975, S. 175. Siehe auch ders.: Erfahrungen mit Insiderproblemen in der Bundesrepublik, in: Österreichisches Bank-Archiv 1974, S. 201 ff.

2 Röllner, Wolfgang: Anlegerschutz im Effektenwesen, in: Mitteilungen und Berichte 8/1977, Institut für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Abt. Bankwirtschaft, Köln 1977, S. 10

3 Ebenda, S. 21. A.A. sind Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 96 ("Einigkeit besteht jedoch über die abschreckende und bewußtseinsbildende Kraft der Regelung.")

4 Zahn, Johannes: Erfahrungen mit Insiderproblemen in der Bundesrepublik, a.a.O., S. 202

5 Ebenda

d) Übertragbarkeit auf deutsche Verhältnisse

Was eine immerhin denkbare Übertragbarkeit ¹ der in den USA gewonnenen Erfahrungen auf deutsche Verhältnisse anbetrifft, so erscheinen berechtigte Zweifel angemeldet. Die Kritik läßt sich in drei wesentlichen Punkten zusammenfassen:

(1) Durch das Fehlen einer der SEC adäquaten Behörde ist die Meldepflicht für Insidergeschäfte und deren Kontrolle fraglich.² Es wird empfohlen, diese Verpflichtung den Unternehmen selbst aufzubürden und die Kontrolle durch Eintragung beim Handelsregister transparent zu machen.³

(2) Ferner steht dem durch ein Insidergeschäft geschädigten deutschen Anleger keine der SEC ähnliche, mit umfangreichen Ermittlungsbefugnissen ausgestaltete Behörde zur Seite. Im Schadensfall dürfte er daher häufig vor unüberbrückbaren Beweisschwierigkeiten stehen. Hilfreich könnte jedoch der vom Arbeitskreis Gesellschaftsrecht erarbeitete Vorschlag ⁴ sein, dem Geschädigten dennoch zu seinem Recht zu verhelfen: Wenn Insider Insiderkenntnisse erhalten haben und sie aufgrund dieser Geschäfte abgeschlossen haben, abschließen ließen oder Kreditinstitute derartige Empfehlungen ausgesprochen haben, so wird stets vermutet, daß diesen Geschäften Insiderinformationen zugrunde gelegen haben. Die Beweislast wurde also umgekehrt. Eine Widerlegung dieser Vermutung ist natürlich möglich, um den guten Ruf des Betreffenden gegenüber unberechtigten Vorwürfen zu schützen.

(3) Im angloamerikanischen Bankwesen ist das Effktengeschäft vom Einlagen- und Kreditgeschäft getrennt, mögliche Interessenkonflikte liegen meistens auf anderen als den hier interessierenden Ebenen. In Deutschland hingegen, beim vorherrschenden Typ der Universalbank, liegen "Händler- und Beraterfunktion, Kreditgeschäft und Eigengeschäft in einer Hand" ⁵.

1 Vgl. hierzu insbesondere Wojtek, Ralf J.: a.a.O., S. 181 ff.

2 Vgl. hierzu auch Wielens, Hans/Mülhaupt, Ludwig: Zum Streit um die Ausgliederung des Effktengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, in: Geld, Kapital und Kredit, Festschrift zum 70. Geburtstag von Heinrich Rittershausen, hrsg. von Hans E. Büschgen, Stuttgart 1968, S. 230

3 Vgl. Wojtek, Ralf J.: a.a.O., S. 182

4 Vgl. Hueck, Götz (Mitarb.): Verbot des Insiderhandels: rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, Heidelberg 1976, S. 113 (Zitierweise: Hueck, Götz u.a.), S. 113

5 Wojtek, Ralf J.: a.a.O., S. 190

Die Interessenkollision zwischen Kreditgeschäft und Effekten-
geschäft ¹ ist nicht zu leugnen. Errichtete man jedoch eine
- falls organisatorisch überhaupt möglich - absolut dichte
Barriere zwischen den hier angesprochenen Abteilungen, so
könnte es durchaus vorkommen, daß die Kreditabteilung die
Finanzierungswünsche ihres Kunden ablehnt - aus Kenntnis der
Interna heraus - und die Effektenabteilung - ohne die Infor-
mationen der Kreditabteilung - die Aktien eben dieses Kunden
im Publikum plazierte.

Ob gesetzliche oder organisatorische Maßnahmen ² diesen Kon-
flikt zwischen "dem Zwang zur Geheimhaltung, den instituts-
eigenen Interessen und den Interessen des Anlegerschutzes" ³
zu lösen vermögen, sei dahingestellt. Auch ist keineswegs er-
wiesen, daß bei reinen Effektenbanken, wie sie in den USA
vorherrschen, das Insider-Problem als gelöst angesehen werden
kann. ⁴

II. Großbritannien

a) Der Insider

Das (noch) geltende Recht in Großbritannien, das wesentlich
enger den Insider-Begriff (ohne diesen namentlich zu nennen)
umschreibt als das amerikanische Recht, stützt sich im we-
sentlichen auf das Companies Act von 1967.

Danach ist der "director" ein Insider, wobei jedoch der "di-
rector" in Großbritannien - abweichend von der amerikanischen
Regelung - Geschäftsführungs- und Vertretungsmacht hat. Dem
Direktor gleichgestellt ist derjenige, der dem Direktor Wei-
sungen erteilt oder nach dessen Leitung der Direktor tätig
zu werden pflegt ⁵.

1 Vgl. Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 1. Teil,
Rückersdorf 1972, S. 80 f.; Deppe, Hans-Dieter: Betriebs-
wirtschaftliche Grundlagen der Geldwirtschaft, Bd. 1, Stutt-
gart 1973, S. 130

2 Vgl. Wojtek, Ralf J.: a.a.O., S. 190

3 Ebenda

4 Vgl. Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 1. Teil,
a.a.O., S. 81

5 "... a person in accordance with whose directions or instruc-
tions the directors of a company are accustomed to act shall
be deemed to be a director of the Company." Companies Act
1967, Section 25 (3), 27 (11) und 29 (14) (1967 ch.81)

Die Insidervorschriften gelten in gleicher Weise für die von den Ehegatten und minderjährigen Kindern der Direktoren gehaltenen Wertpapiere, jedoch nicht für die der sonstigen Familienmitglieder. Eine in dieses Gesetz neu aufgenommene Bestimmung¹ besagt, daß Aktionäre, die mit 10 Prozent oder mehr am Aktienkapital der Gesellschaft beteiligt sind, diesen Besitz bei einem bei der Gesellschaft zu führenden öffentlich zugänglichen Register zu melden haben. Aus dieser Offenlegungspflicht könnte der Schluß gezogen werden, daß dieser Personenkreis gleichfalls den Insidern zuzurechnen ist. Anders als nach Section 16 des Securities Exchange Act der USA geht es in der britischen Regelung lediglich darum, aufzudecken, wer Großaktionär geworden ist, und daß einer heimlichen Übernahme der Gesellschaft gegebenenfalls entgegengewirkt werden kann^{2,3}. Der Companies Act von 1967 konnte den Begriff des Insiders nur sehr unbefriedigend erfassen. In den folgenden Jahren wurden von verschiedenen Seiten neue Vorschläge unterbreitet, um das Problem in den Griff zu bekommen.

Der "Justice-Report"⁴ geht in seinem Bericht über Insiderhandel von einer weiten Begriffsbestimmung aus. Danach sollen über die bisherigen Regelungen hinaus auch Insider sein Angestellte der Gesellschaft, ihre Rechtsberater und ihre Wirtschaftsprüfer; allgemein ausgedrückt, alle Personen, die aufgrund ihrer inner- oder außerbetrieblichen Stellung die Möglichkeit haben, an vertrauliche Informationen der Gesellschaft zu gelangen. "Merchant Banks"⁵ sind nach dieser Auffassung ebenfalls einzubeziehen, womit jedoch gewisse Probleme verbunden sein können. Personen, die 10 Prozent oder mehr am Kapital einer Gesellschaft halten, sollen immer Insider sein. Nicht dazu gehören sollten z.B. Wertpapieranalysten.

1 Vgl. Companies Act 1967, Section 34 (1) (1967 ch. 81)

2 Vgl. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 150

3 Vgl. Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, in: Die Aktiengesellschaft 1974, S. 350

4 Vgl. ebenda, S. 377, 378

5 Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 1. Teil, a.a.O., S. 85 ff.

Die "Confederation of British Industry" (CBI) geht in ihrer Stellungnahme zum Insiderbegriff davon aus, daß während des laufenden Geschäftsjahres verschiedene Personen auf verschiedenen Ebenen innerhalb und außerhalb der betrieblichen Hierarchie zu Insidern werden. Neben den Direktoren müßte also eine stets variierende Anzahl von Personen von dem Insider-Begriff abgedeckt ¹ werden. Wie dieses schwierige Problem allerdings lösbar ist, wurde von der CBI nicht mitgeteilt.

Prägnanter drückt sich die "City of London Solicitor's Company" in ihrem Bericht aus. Für sie ist einerseits diejenige Person Insider, die Direktor oder Angestellter der Gesellschaft oder einer ihrer gegenwärtigen oder zukünftig denkbaren Tochtergesellschaften ist, andererseits jede Person, die aufgrund geschäftlicher oder beruflicher Kontakte Zugang zu vertraulichen Informationen über die betreffende Gesellschaft hat ². Jeder Angehörige eines Insiders ist diesem gleichzustellen.

Als Ergebnis der bisher eher laschen Handhabung des Insiderproblems veröffentlichten Anfang 1973 die "London Stock Exchange" und das "Panel on Take-overs and Mergers" eine gemeinsame Stellungnahme, aus der folgende Insider-Definition zu entnehmen ist:

"Insider ist jeder, der

1. zur Zeit der relevanten Transaktion Direktor, "officer" oder Angestellter der betreffenden Gesellschaft oder einer anderen mit ihr verbundenen Gesellschaft ist oder dies während der vorausgegangenen zwölf Monate gewesen ist;
2. jeder (einschließlich "banker", "solicitor", Prüfer oder "broker"), der von einer dieser Personen vertrauliche Informationen erhalten hat, wenn er wußte, daß der Informant zu dieser Zeit unter den zu 1. beschriebenen Personenkreis fiel;

1 Vgl. Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, in: Die Aktiengesellschaft 1974, S. 379

2 Vgl. ebenda, S. 380

3. jeder, der sich solche Informationen auf unredliche Weise beschafft." ¹

Die konservative Regierung legte Ende 1973 eine Novelle zum Gesellschaftsrecht vor, die auch den Insider-Begriff neu definierte. Danach sollten als Insider erfaßt werden Direktoren, Angestellte, Großaktionäre, Wirtschaftsprüfer, Rechts- und Steuerberater sowie diesem Personenkreis wiederum nahestehende Personen ².

Die bisherigen Ausführungen zeigen, daß der verwendete Insider-Begriff durch eine Anzahl von Empfehlungen ausbau- und verbesserungsfähig ist. Eine abschließende, das Gesetz von 1967 ablösende Regelung steht freilich noch aus.

Au einer abgerundeten Betrachtung gehört aber ebenfalls die Diskussion über Insiderpapiere und -informationen sowie das gegebenenfalls vorhandene Instrumentarium für Gegenmaßnahmen und mögliche Sanktionen. Auch ist die neuere Entwicklung nach der Ablösung der Labour-Regierung zumindest zu streifen.

b) Insiderpapiere

Die britische Formulierung ist relativ weit gefaßt ³. Danach sind Insiderpapiere "shares" und "debentures", also entsprechend dem deutschen Sprachgebrauch etwa Dividendenwerte und festverzinsliche Wertpapiere jeder Art, also auch Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen sowie Optionsanleihen.

Im Gegensatz zur amerikanischen Regelung zählen zu den Insiderpapieren auch die Konzernpapiere ⁴.

¹ Vgl. Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, a.a.O., S. 382

² Vgl. ebenda, S. 383

³ Vgl. die ausführliche vergleichende Darstellung bei Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 79

⁴ Das englische Aktiengesetz spricht von "relevant shares" und "relevant debentures" und meint damit Wertpapiere "in the company or in any other body corporate, being the company's subsidiary or holding company or a subsidiary of the company's holding company". Section 25 Companies Act 1967, chapter 81, London 1973, S. 23. Gemeint sind also nicht nur die Wertpapiere der Muttergesellschaft, sondern auch die der Tochter, einer etwaigen Holding oder die der Tochter einer Holding.

Die Einbeziehung in den Katalog der Insiderpapiere ist unabhängig von dem Ort der Börsennotierung, wesentlich ist lediglich, daß sie überhaupt innerhalb oder außerhalb Großbritanniens notiert werden ¹.

c) Insiderinformationen

Über Art und Umfang von Insiderinformationen trifft das Companies Act 1967 explizit keine Aussage.

Eingehend damit befaßt sich jedoch der kürzlich von der konservativen Regierung eingebrachte Gesetzesentwurf für ein Insider-Gesetz. Danach sind Insiderinformationen "nicht veröffentlichte, kursbeeinflussende Informationen im Zusammenhang mit Vorgängen in einem Unternehmen".² Weiteres Merkmal dieser Informationen muß es sein, daß sie "Personen, welche mit Wertpapieren handeln, nicht allgemein zugänglich sind" ³.

d) Instrumentarium gegen Insidergeschäfte

1. Offenlegung (Disclosure)

Die Offenlegung von Transaktionen seitens der Direktoren ⁴ der Gesellschaft und ihrer Großaktionäre wird anders als in der amerikanischen Regelung gehandhabt. Direktoren und Großaktionäre werden nicht einheitlich, sondern differenziert behandelt. Der Grund liegt in dem unterschiedlichen Zweck der Bestimmung: die Offenlegung von Besitz und Handel von Wertpapieren seitens der Direktoren ist als Maßnahme gegen den Mißbrauch von Insiderinformationen zu sehen; die gleiche Offenlegung durch Aktionäre, insbesondere die Großaktionäre, dient in erster Linie dazu, Direktoren und Mitarbeiter der Gesellschaft vor heimlichen Aufkäufen zu schützen. ⁵

1 Vgl. Section 25 Companies Act 1967, chapter 81, a.a.O., S. 23 ("... a quotation on a stock exchange (whether within Great Britain or else where.)")

2 NN: England plant Insider-Gesetze, in: Börsen-Zeitung vom 24.10.1979, S. 2

3 Ebenda

4 Im weitesten Sinne

5 Vgl. Gower, L.C.B.: The principles of modern company law, 3. Aufl., London 1969, S. 389

Da die einschlägigen Regelungen sehr umfangreich und kompliziert sind ¹, kann hier nur das Wichtigste gestreift werden.

i. Meldepflicht der Direktoren

Die Direktoren sind verpflichtet, innerhalb von 14 Tagen "ihre" Gesellschaft schriftlich darüber zu informieren, wenn sie Aktien oder Obligationen "ihrer" Gesellschaft oder "ihrer" Konzerngesellschaft erwerben oder - durch Ehegatten oder minderjährige Kinder ² - erwerben lassen. Auch Käufe über einen Treuhänder werden dem Direktor zugerechnet, ebenso "praktisch alle Fälle wirtschaftlicher Nutznießung" ³.

ii. Register ("Register of director's interests and dealings" ⁴)

Jede Gesellschaft hat ein Register zu führen, in das innerhalb von drei Tagen jede von einem Direktor zugegangene Nachricht in chronologischer Reihenfolge einzutragen ist ⁵.

Führt die Gesellschaft eine Kapitalerhöhung durch und wird den Direktoren ein Bezugsrecht auf junge Aktien eingeräumt, so ist dies ebenfalls registrierungspflichtig. Dasselbe gilt für die Ausübung des Bezugsrechts. ⁶

Eine bemerkenswerte Verbesserung der Publizität gegenüber dem Aktiengesetz von 1948 ist die Tatsache, daß das Register sämtlichen Aktionären zur Einsichtnahme offensteht. Unternehmensfremde Personen haben gegen eine geringe Gebühr das gleiche Recht. Beide Interessentengruppen können sogar Abschriften aus dem Register anfordern. ⁷ Von Beginn bis Ende der jährlichen Hauptversammlung ist das Register ebenfalls für die Aktionäre "open and accessible" ⁸.

1 "They are extremely complicated", Gower, L.C.B.: a.a.O., S. 389

2 Vgl. Section 31 Companies Act 1967, Chapter 81, S. 33

3 Bruns, Heiko: a.a.O., S. 147

4 Gower, L.C.B.: a.a.O., S. 389

5 Vgl. Section 29 Companies Act 1967, Chapter 81, S. 30 f.

6 Vgl. ebenda, S. 30

7 Vgl. ebenda, S. 31

8 Ebenda, S. 32

iii. Bericht des Direktors ("director's report")

Dem jährlichen Geschäftsbericht ist der Bericht des Direktors beizufügen, der unter anderem Bestand und Art von Aktien und Obligationen am Anfang und Ende des Geschäftsjahres der Gesellschaft einschließlich Konzernunternehmen enthalten muß ¹.

iv. Meldepflichten der Großaktionäre

(A) Aktiengesetz 1967

Gemäß Companies Act 1967 sind Großaktionäre solche Aktionäre, die mit mindestens 10 % der börsennotierten Stammaktien ² am Aktienkapital eines Unternehmens beteiligt sind. Personen dieses Aktionärskreises sind verpflichtet, innerhalb von 14 Tagen öffentlich bekanntzugeben, seit wann sie mit wieviel Prozent bei einer Gesellschaft Großaktionär - im oben definierten Sinn - sind ³. Anders als bei Direktoren fallen etwa festverzinsliche Wertpapiere nicht unter die Meldepflicht. Die Gesellschaft ihrerseits muß diese Angaben binnen drei Tagen in einem besonderen Register chronologisch verzeichnen ⁴, das ebenfalls - wie das "register of director's" - der Öffentlichkeit zur Einsichtnahme zur Verfügung steht. Hier wie dort sind diese Register "insbesondere für die Finanzpresse von erheblicher Bedeutung" ⁵, da sie nunmehr die Möglichkeit hat, "größere Transaktionen von Direktoren (und Großaktionären, Anm.d.Verf.), die zu gewissen Vermutungen Anlaß geben, an die Öffentlichkeit zu bringen und in aller Öffentlichkeit nach ihren Gründen zu fragen" ⁶.

1 Vgl. Section 16 Companies Act 1967, Chapter 81, S. 16

2 Vgl. Section 33 Companies Act 1967, Chapter 81, S. 40

3 Eine Preis- oder Kursangabe wird nicht verlangt.

4 Vgl. Section 34 Companies Act 1967, Chapter 81, S. 40

5 Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, a.a.O., S. 350

6 Ebenda

(B) Aktiengesetz 1976

Durch das Companies Act 1976 werden die Publizitätsbestimmungen für Großaktionäre weiter verschärft.

Zum einen wird der Großaktionär nunmehr dahingehend definiert, daß bereits eine Beteiligung von mindestens 5 % genügt, um erklärungspflichtig im oben genannten Sinne zu sein ¹. Die Mitteilungspflicht wurde von 14 auf 5 Tage verkürzt.

Erwähnenswert ist ferner, daß jetzt "die Unternehmensverwaltungen das Recht auf Bekanntgabe eventuell bestehender Nominieverhältnisse ² bei ihren Aktionären" ³ erhalten ⁴.

In der Öffentlichkeit wurden die neuen Maßnahmen allgemein begrüßt, da sie den Zweck verfolgen, den Insiderhandel weiter einzuschränken und die Börsentransparenz zu erhöhen ⁵.

2. Sanktionen

1. Gesetzliche Maßnahmen

Kommt ein Direktor seinen Pflichten nicht wahrheitsgemäß und vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Zeit nach, macht er sich strafbar und kann zu einer Haftstrafe bis zu zwei Jahren und/oder einer Geldstrafe in unbegrenzter Höhe verurteilt werden ⁶.

1 Aufgrund der Vorgänge bei Consolidated Gold Fields - die Firma de Beers kaufte offenbar über Dritte 25 % des Aktienkapitals auf, wobei die einzelnen Käufe stets unter 5 % blieben - wird vorgeschlagen, das Gesetz in der Weise zu ändern, daß die 5%-Klausel auch für die Einzelpersonen gelten soll, die zusammen als Gruppe handeln. Vgl. NN: City verstimmt über De Beers-Manöver, in: Börsen-Zeitung vom 14.2.1980, S. 2

2 Der Nominee ist der eigentliche Begünstigte und dürfte dem wirtschaftlichen Eigentümer ("beneficial owner") der amerikanischen Regelung entsprechen.

3 NN: Mehr Publizität für Paket-Beteiligungen, in: Börsen-Zeitung vom 20.4.1977, S. 6

4 Die Bedeutung gerade dieser neuen Regelung geht aus dem Nachteil der bisherigen Handhabung hervor: "... it may be impossible to find out who are the true beneficial owners of the shares since it is quite common for registered shares to be held by nominee companies as trustees for the true owners. This practice can be highly convenient for the owners but it is obviously capable of abuse." Gower, L.C.B.: a.a.O., S. 388

5 Vgl. Grün, Karl: Briten wollen mehr Klarheit in Firmenbeteiligungen bringen, in: Die Welt vom 20.4.1977, S. 14

6 Vgl. Section 27 Companies Act 1967, Chapter 81, S. 33

Zuständig für die Verfolgung ist das Wirtschaftsministerium ("Board of Trade") oder der "Director of Public Prosecutions" ¹.

Die Mitglieder der Börsen, der Händlervereinigungen (broker und dealer) sowie der Emissionshäuser sind zur Mithilfe bei der Aufklärung von Insiderfällen gesetzlich ² verpflichtet. Kommen sie dieser Pflicht nicht nach, können sie vor Gericht gestellt werden ³.

Die Durchsetzung der Offenlegung des Registers wird durch Geldstrafen erreicht.

Unter Strafandrohung stehen ferner Börsentermingeschäfte von Insider-Direktoren in Form von Kauf- oder Verkaufsoptionen und "put-and-call"-Optionsgeschäften. Auf diesem Wege ist wenigstens der offenkundigste Fall von Spekulationsgeschäften via Insiderinformationen beseitigt worden ⁴.

ii. Maßnahmen der Londoner City

Ergänzt wird das gesetzliche Instrumentarium durch "die ungeschriebenen und geschriebenen Regeln der 'semi-official authorities' der Londoner City" ⁵.

(A) Der "City Code on Take-overs and Mergers"

Der "City Code on Take-overs and Mergers" ⁶ von 1972, der auf freiwilliger Basis das Aktiengesetz vervollständigen soll, strebt eine umfassende "Sperre während Fusions- und Übernahmeverhandlungen" ⁷ an. Im Zeichen sich ständig verstärkender Konzentration in der britischen Wirtschaft war man bestrebt, Insidern keine Chance bei derartigen Geschäften zu lassen. "Dabei läßt vor allem das Ungleichgewicht der Ausgangslage von Übernehmergesellschaft und Kleinaktionär ein qualifiziertes Sicherungsbedürfnis entstehen." ⁸

1 Section 31 Companies Act 1967, Chapter 81, S. 28

2 Vgl. Section 32 Companies Act 1967 i.V.m. 167 Companies Act 1948

3 "If they refuse they may be brought before the court which may punish them as if they had been guilty of contempt of court." Gower, L.C.B.: a.a.O., S. 609

4 Vgl. ebenda, S. 389

5 Mettler, Marcel: Die Voraussetzungen der Börsenzulassung von Wertpapieren, Diss. Zürich 1978, S. 98

6 Nähere Einzelheiten bei Gower, L.C.B.: a.a.O., S. 625 ff.

7 Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 105

8 Mettler, Marcel: a.a.O., S. 99

Die Sanktionen reichen vom internen Tadel über einen öffentlichen Verweis bis hin zu einem zeitlich begrenzten oder dauernden Ausschluß des Insiders vom Wertpapiermarkt ¹. Die Erfolgsnachweise stehen allerdings noch aus ², der Ruf nach einer "miniature SEC" ³ verstummt nicht.

(B) Das Listing Agreement der Stock Exchange

Das Listing Agreement ist ein "vertragsähnliches Abkommen" zwischen der Börse und dem Börsenzulassung beantragenden Emittenten, dessen "Zweck in einem umfassenden Markt- und Investorenschutz liegt" ⁴.

Die Gesellschaften sind verpflichtet, über "jede Information, deren die Aktionäre für die Bewertung der Gesellschaft bedürfen, sofort Mitteilung zu machen" ⁵. Direktoren der Gesellschaft dürfen keinerlei Informationen weitergeben, die Outsider jeder Art in eine Vorzugsposition bringen könnten.

Als Sanktionen bei Zuwiderhandeln gegen die Verhaltensregeln sind vorgesehen die Verweigerung oder Rücknahme der Börsenzulassung und/oder ein Handelsverbot von Emissionen der betreffenden Gesellschaft - "eine existenzbedrohende Sanktion für die Gesellschaften" ⁶.

e) Zusammenfassung

Die britische Insider-Regelung besteht im wesentlichen aus zwei Komponenten, der Offenlegung (disclosure) des Wertpapierbesitzes und -handels durch den Insider sowie aus Sanktionen von unterschiedlicher Art und Umfang.

1 Vgl. Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, a.a.O., S. 352; Schmitthoff, Clive M.: Die Regelung von Take-over-bids im englischen Recht, Frankfurt 1976, S. 18

2 Zur Kritik an dieser freiwilligen Regelung vgl. Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 380; Bruns, Heiko: a.a.O., S. 151; Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 105; NN: Rezept für Insider, in: Die Welt vom 30.5.1978, S. 12; NN: Bankgeheimnis unüberwindlich, in: Börsen-Zeitung vom 9.6.1978, S. 14

3 Gower, L.C.B.: a.a.O., S. 627

4 Mettler, Marcel: a.a.O., S. 40

5 Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, a.a.O., S. 351

6 Ebenda

Im Mittelpunkt der personellen Regelung stehen als Ausdruck einer speziellen Regelung für gesellschaftsbezogene Insider der Director-Insider und dessen Familienangehörige. Die Verwendung und/oder Weitergabe von Insiderwissen ist ihm nicht untersagt. Ansätze zu einer Neuregelung zeigen sich jedoch neuerdings im Gesetzentwurf der konservativen Regierung zur strafrechtlichen Ahndung von Insidergeschäften.²

Die Kontrolle und Durchsetzung der zur Verfügung stehenden Maßnahmen wird vom Handelsministerium überwacht und veranlaßt³.

III. Frankreich⁴

Obwohl die erste französische Insider-Regelung aus dem Jahre 1967 stammt⁵, soll hierauf nur insoweit eingegangen werden, als sie heute noch von Bedeutung ist. Das Schwergewicht der Darstellung liegt auf der Regelung von 1970, die nur sporadisch auf frühere Bestimmungen zurückgreift, da sich jene als zu wenig praktikabel erwiesen.

a) Der Insider

In Frankreich⁶ sind zwei Varianten zu unterscheiden, nämlich die Regelung von 1967 und die Reform von 1970.

Nach der ursprünglichen Verordnung⁷ wurde unterschieden zwischen dem Insider ("initié") kraft seiner Stellung in der betrieblichen Hierarchie der Aktiengesellschaft - also der Präsident, die Mitglieder des Verwaltungsrats, die Mitglieder des

1 Vgl. Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 380

2 Dieses Gesetz ist am 23.6.1980 in Kraft getreten. Vgl. NN: Britische Insider-Informationen, in: Blick durch die Wirtschaft vom 4.6.1980, S. 6

3 Die Vorgänge um Consolidated Gold Fields (s.S. 39, FN 1 dieser Arbeit) veranlaßten das Handelsministerium und die Londoner Börse, sich mit der Kontrolle von "Nacht- und Nebelaktionen" ("dawn raiders") bei Paketkäufen zu befassen. Zu den zum Teil gegensätzlichen Empfehlungen vgl. NN: Dawn-Raiders-Kontrolle gefordert, in: Börsen-Zeitung vom 12.7.1980, S. 5 sowie NN: Lex de Beers, in: Börsen-Zeitung vom 8.8.1980, S. 1. Zu den neuesten Maßnahmen des Council for the Securities Industry gegen "Nacht- und Nebelaufkäufe" von Aktienpaketen vgl. NN: Aufkaufbremsen, in: Börsen-Zeitung vom 9.9.1980, S. 1

4 Zur Anzahl von Insiderfällen in Frankreich in 1978 vgl. NN: Börsenkommission will mehr Publizität, in: Börsen-Zeitung vom 4.5.1979, S. 2. Danach wurden 567 "Fälle" aufgegriffen, 213 davon näher untersucht und in 23 Fällen sämtliche Transaktionen überprüft. Die dabei geäußerten Beanstandungen betrafen vor allem die mißbräuchliche Ausnutzung von Insiderinformationen.

5 Gründung der Aufsichtsbehörde, der Commission des Opérations de Bourse (COB), in 1967

6 und 7 s. S. 43

Aufsichtsrats, deren Ehegatten und minderjährige Kinder - und einem von der Commission des Opérations de Bourse (COB) fallweise zu bestimmenden Personenkreis, der sich aus Mitarbeitern der Gesellschaft zusammensetzt und der aufgrund seiner Funktion über "privilegierte Informationen" hinsichtlich der technischen, kaufmännischen oder finanziellen Lage der Gesellschaft verfügt. Dem Gesetzgeber ging es also offenbar darum, nicht nur die Amtsträger einzubeziehen, sondern auch diejenigen Personen, die aufgrund ihrer Nachrichtennähe ¹ den "geborenen" ² Insidern gleichzustellen sind. Die Erfassung von Großaktionären wurde allerdings übersehen.

In der Praxis war diese kasuistische Regelung mit derartigen technischen und personellen Schwierigkeiten seitens der COB verbunden, daß man hiervon in der Reform von 1970 wieder Abstand nahm.

Das neue Gesetz ³ umschrieb den Kreis der Insider folgendermaßen: der Präsident, die Generaldirektoren, die Mitglieder der Direktion einer Gesellschaft, die natürlichen oder juristischen Personen, die in dieser Gesellschaft die Aufgaben eines Verwaltungsrates oder eines Aufsichtsrates ausüben, ebenso wie die ständigen Vertreter dieser juristischen Personen; die Ehegatten und die minderjährigen Kinder dieser Insider werden analog behandelt.

Der so vom Gesetz erfaßte Kreis der Insider wird darüber hinaus in Form einer Generalklausel wesentlich erweitert. Aufgrund eines neu eingefügten Artikels 10-1 ⁴ wird vom Insider-

5 In Frankreich werden Geschäfte von Insidern besonders durch die Marktenge der Titel begünstigt. "Es gibt Tage, wo selbst von bedeutenden Wertpapieren nur zwischen 25 und 150 Stück den Besitzer wechseln". NN: Von einer Weltbörse weit entfernt, in: Blick durch die Wirtschaft vom 17.5.1980, S. 6

6 Vgl. Art. 162-1, Loi No.66-537 vom 24.7.1966 über die Handelsgesellschaften, geändert durch die Gesetze No. 67-16 vom 4. Januar 1967 und No. 67-559 vom 12. Juli 1967 und durch die Ordonnance No. 67-695 vom 17. August 1967

1 Vgl. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 109

2 Leistner, Georg: Das französische Insider-Recht, in: Die Aktiengesellschaft 1971, S. 361

3 Vgl. Art. 162-1 der Loi No. 70-1208 vom 23.12.1970 (J.O.24-12-1970, p. 11891-11892)

4 Vgl. Art. 4 der Loi No. 70-1208 vom 23.12.1970 (J.O.24-12-1970, p. 11891-11892)

Tatbestand nunmehr auch jede andere Person erfaßt, die durch Ausübung ihres Berufes oder ihrer Funktion - inner- oder außerbetrieblich - über "privilegierte Informationen" ¹ über die Gesellschaft verfügt ². Eine Lücke des alten Gesetzes wurde jedoch wiederum nicht geschlossen: "Großaktionäre erfaßte man wohlweislich nicht." ^{3,4,5}

b) Insiderpapiere

Der Katalog der Insiderpapiere umfaßt börsenmäßig und außerbörslich ("marché'hors cote") notierte Aktien ⁶ der Muttergesellschaft, von Tochterunternehmen und von sonstigen Konzernunternehmen. Dem Besitz des Insiders gleichgestellt ist der Besitz von Insiderpapieren durch dessen Ehegatten und seine minderjährigen Kinder.

c) Insiderinformationen ⁷

Im französischen System sind Insiderinformationen solche privilegierten Informationen, die vertrauliche Angaben über die "technische, kaufmännische und finanzielle Situation der Gesellschaft" ⁸ enthalten.

Aus dem Fehlen einer exakten Definition der Insiderinformationen setzt die berechtigte Kritik ein: "Dieser Begriff ist derart dehnbar, daß die französische Börsenkommission von Fall zu Fall, d.h. nach Durchführung einer Transaktion, feststellen muß, ob es sich um eine wesentliche (vgl. die amerikanische Regelung, Anm.d.Verf.) Information handelte." ⁹

1 Art. 10-1 der Loi No. 70-1208 vom 23.12.1970 (J.O. 24-12-1970, p. 11891-11892): "... informations privilégiées sur la marche technique, commerciale et financière d'une société..."

2 Vgl. Kostolany, Françoise: Frankreichs Insider spielen mit dem Knast, in: Das Wertpapier 1970, S. 42

3 Böhner, Reinhard: Insiderregeln eine Farce? In: Das Wertpapier 1972, S. 233

4 Auch Tunc beklagt das Fehlen von Besitzern größerer Aktienpakete in der Norm, Vgl. Coing, Helmut: a.a.O., S. 122

5 Kritisch auch vgl. Sonnenberger, Hans Jürgen: Französisches Handels- und Wirtschaftsrecht, Heidelberg 1975, S. 87

6 Namens- und Inhaberaktien

7 Zu einem aktuellen Fall, bei dem privilegierte Informationen laut Börsenüberwachungskommission nicht gesetzwidrig ausgenützt wurden vgl. NN: Insider-Transaktionen ohne Folgen, in: Finanz und Wirtschaft vom 29.11.1978, S. 23

8 Leistner, Georg: Das französische Insider-Recht, a.a.O., S. 363

9 Böhner, Reinhard: Insiderregeln eine Farce? a.a.O., S. 234

d) Instrumentarium gegen Insidergeschäfte

1. Staatliche Kontrolle

Aufgrund der wenig präzisen Begriffsdefinition des Insiders und der damit verbundenen Schwierigkeiten ging man von dem bis 1970 praktizierten Meldewesen ab, "distanzierte sich offen von Rechtssätzen, die angeblich nicht zur Mentalität der Franzosen passen, und setzt allein auf die Reaktion des Staates: Statt Offenlegung (contrôle à priori) also Repression (contrôle à posteriori)" ¹.

Ausschließlich die Geschäftsorgane - Präsident, Aufsichtsrat, Generaldirektor usw. - sind verpflichtet, ihre Aktien und die ihrer Ehefrau und minderjährigen Kinder auf den Namen umschreiben zu lassen oder in ein Wertpapierdepot einzuliefern, über das die Gesellschaft dann informiert wird ².

In der Praxis wird für alle übrigen Insider ein umfangreicher Verbotstatbestand geschaffen: jeder der oben als Insider Beschriebenen darf keine Transaktionen tätigen oder verwerten lassen, sofern sie auf Kenntnissen beruhen, die aus einem Informationsvorsprung resultieren. Dabei ist es ohne Bedeutung, woher der Insider seine Informationen bezogen hat.

2. Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde (COB) ³

Die COB ist nach wie vor berechtigt, von Tatverdächtigen die zur Aufklärung notwendigen Unterlagen anzufordern und einzusehen.

Darüber hinaus gibt ihr das neue Gesetz die Möglichkeit, nunmehr selbst aktiv zu werden, das heißt eigene Ermittlungen durchzuführen. Sie kann Personen vorladen, vernehmen und den

1 Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 110

2 Diese Insiderpflicht wurde aus der Regelung des Jahres 1967 übernommen.

3 Vgl. wegen Einzelheiten Leistner, Georg: Das französische Insider-Recht, a.a.O., S. 364. Zu den grundsätzlichen Aufgaben der COB vgl. auch Hopt, Klaus J.: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? Teil 1, in: ZHR 1976, S. 228 ff.

Fall bei Verdacht auf eine strafbare Handlung auch einem ordentlichen Gericht übertragen. Die Aufgaben der COB sind auch in der Hinsicht erweitert worden, daß sie nunmehr als Gutachter in Strafprozessen zu hören ist, sofern es sich um Insidergeschäfte handelt.

1977 hat die COB die Publizitätsvorschriften in bezug auf Paketbesitz und -transaktionen verschärft ¹. Die Gesellschaften sind nunmehr verpflichtet, nicht nur jährlich anlässlich der Vorlage des Geschäftsberichts diejenigen Aktionäre namentlich und betragsmäßig zu nennen, die mit 5 Prozent oder mehr am Aktienkapital ihrer Gesellschaft beteiligt sind; sie müssen auch über den Austausch kleinerer Pakete berichten. Selbst das nur beabsichtigte Engagement eines Käufers an einer Gesellschaft ist, sofern der Prozentsatz 10 Prozent überschreitet, von der Verwaltung bei Erhalt dieser Information unverzüglich zu publizieren.

3. Sanktionen

Bei Verstoß gegen die Insider-Bestimmungen kann der Insider bis zu zwei Jahren Freiheitsentzug oder mit einer Geldstrafe, die das Vierfache des bei der Transaktion erzielten Gewinnes betragen kann, bestraft werden. Wer der Vorladung der COB nicht Folge leistet, kann mit Freiheitsentzug bis zu fünf Jahren und einer beachtlichen Geldstrafe oder einer der beiden Strafen bestraft werden.

Auch bei der Neuregelung wurde das Problem wieder ausgeklammert, ob, wie und von wem der Geschädigte Schadenersatz erhält ². "Es kontrolliert, reagiert, kassiert allein der Staat, nach dem Opportunitätsprinzip." ³

¹ Vgl. NN: Börse verschärft Publizitätspflicht, in: Börsen-Zeitung vom 17.2.1977, S. 2

² Kritisch hierzu ebenfalls der Jahresbericht 1974 der Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1975, S. 29

³ Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 110

B. Regelung im deutschsprachigen Ausland

I. Schweiz

Die Häufigkeit der Publizierung von Insiderfällen in der schweizerischen Wirtschaftspresse ¹ steht im umgekehrten Verhältnis zu einer effektiven Bekämpfung derselben. Diejenigen, die der Auffassung sind, daß "Insidertransaktionen eine verschwindend kleine Zahl" ² darstellen, dürften gegenüber den Vertretern, für die Insiderfälle nicht bloß sporadische Einzelfälle darstellen, in der Minderheit sein. Forstmoser ³ stellt in seiner Untersuchung über den Insiderhandel in der Schweiz zahlreiche einschlägige Fälle heraus und weist darüber hinaus auf "eine hohe Dunkelziffer" hin. Auch andere Autoren ⁴ greifen immer wieder wesentliche neue Fälle auf.

a) Bedeutung der Schweiz als Börsenplatz

Die Schweizer Börsen in ihrer Gesamtheit und insbesondere die Börsenplätze Zürich und Basel gehören ⁵ zu den führenden Börsen Europas. Während die Züricher Börse ⁵ umsatzmäßig in Europa unter den ersten fünf und in der ganzen Welt unter den ersten zehn Führenden rangieren dürfte, nimmt die Börse von Basel ⁶ in Europa einen der vorderen Plätze ein.

Stark ansteigende Umsätze an den Schweizer Börsen sind Ausdruck sowohl eines verstärkten Dranges von ausländischer Seite in schweizerische Aktien- und Rententitel als auch von inländischen Anlegern in ausländische, an Schweizer Börsen notierte Werte.

Art und Umfang des Börsengeschäfts an Schweizer Plätzen machen es erforderlich, vor einer näheren Betrachtung des Insiderproblems auf einige Eigenheiten im Schweizer Börsenwesen einzugehen.

1 Vgl. NN: Neue Vorwürfe gegen die Kreditanstalt, in: Handelsblatt vom 21.7.1977, S. 7; NN: Gegen den Mißbrauch von Informationen durch Insider ist kein Kraut gewachsen, in: Handelsblatt vom 15.11.1977, S. 5; NN: Seltsame Kurssteigerungen, in: Finanz und Wirtschaft vom 22.8.1979, S. 5

2 Rahn, Hans Rudolf: Der Schutz des Anlegers an der Börse. Unveröffentlichter Vortrag, gehalten am 11.11.1977 an der Hochschule St. Gallen, Schweiz

3 Vgl. Forstmoser, Peter: Effektenhandel durch Insider, in: Die schweizerische Aktiengesellschaft 1974, S. 133 f.; ferner Insider-Transaktionen, in: Finanz und Wirtschaft vom 16.2.1977, S. 7

4 Vgl. z.B. Ungerer, M.: Insider-Geschäfte in der Schweiz - eine offene Frage, in: Die Aktiengesellschaft 1973, S. 204

5 u. 6. s. S. 49

b) Besonderheiten der schweizerischen Börsenregelung
im Hinblick auf eine Insiderregelung

Ein nationales schweizerisches Börsengesetz - vergleichbar etwa dem deutschen - existiert nicht ¹. Die sieben Börsen haben sich wohl 1938 in der Vereinigung schweizerischer Effektenbörsen zusammengeschlossen, "jede dieser Börsen ist indessen nicht eidgenössisch, sondern der zuständigen kantonalen Börsenaufsicht jeweils unterstellt" ².

Dieser ausgeprägte Hang zur Eigenständigkeit erschwert u.a. auch eine präzise Börsenumsatzpublizität, denn "erst aufgrund einer umfassenden Börsenstatistik wären auch die verantwortlichen Kontrollorgane in der Lage, zu beurteilen, ob eventuell nicht korrekte Insidergeschäfte vorgenommen worden waren." ³

So werden etwa für Zürich die Wertpapierumsätze und die Anzahl der bezahlten Kurse veröffentlicht, einschließlich der ausserbörslich getätigten Geschäfte. Über die Genfer Börse liegen überhaupt keine Umsatzangaben vor, lediglich die Zahl der notierten Werte ist bekannt. In Basel nimmt der ausser- und vorbörsliche Handel einen bedeutenden Platz ein, ohne daß hierüber exakte Zahlen vorliegen.

Ein Vergleich zwischen den einzelnen Börsenplätzen ist also kaum möglich. "Eine Koordination der Börsenumsätze an den verschiedenen Börsenplätzen wäre indessen eine Voraussetzung für die Beurteilung der Marktbreite und Marktdichte einzelner Aktienkategorien." ⁴

Ebensowenig wie es einheitliche Vorschriften über die Börsenumsatzstatistik gibt, existieren Insiderregelungen irgendwelcher Art. Durch eine ganze Reihe von Insiderfällen machen sich jedoch verschiedene Institutionen und Personen Gedanken,

- ⁵ Wertpapierumsätze 1979: sfr. 115,6 Mrd. Diese Zahl ist mit den Umsätzen der Frankfurter Wertpapierbörse jedoch nicht ohne weiteres vergleichbar. Vgl. hierzu: NN: Umsatzrekord an der Züricher Börse, in: Börsen-Zeitung vom 11.4.1980, S. 5
- ⁶ Wertpapierumsätze 1979: sfr. 25,4 Mrd. Vgl. NN: Baseler Börse beklagt "Kündigungswelle", in: Börsen-Zeitung vom 11.4.1980, S. 5

¹ Vgl. Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Berlin-Heidelberg-New York 1969, S. 159

² Ungerer, M.: Insider-Geschäfte in der Schweiz - eine offene Frage, a.a.O., S. 204

³ Ebenda, S. 204. Wie die Börsenumsatzpublizität in Deutschland geregelt wird vgl. S. 140 ff. dieser Arbeit

⁴ Ungerer, M.: a.a.O., S. 204

wie diesem Problem beizukommen ist. Ein erster Schritt wäre die "Schaffung einer einheitlichen kantonalen Börsengesetzgebung" ¹. Andere Stimmen raten von gesetzlichen Lösungen ab und ziehen den Weg einer freiwilligen Regelung vor.

c) Meinungsstreit über eine freiwillige Insiderregelung

Auch für die Befürworter einer freiwilligen Insiderregelung gelten Insider-Geschäfte zweifellos als verwerflich. Nur gehen jene nicht den Weg, den neu zu schaffende strafrechtliche Normen vorschreiben würden, sondern sie streben etwas anderes an: "Ein beschleunigtes Bekanntmachungsverfahren könnte (deshalb) manche Profitgelegenheit der Insider ausschalten oder doch erschweren." ² Oder allgemeiner formuliert: "Eine offene Publizitätspolitik, die eine vernünftige Beurteilung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens gestattet, ist das Mittel zur Einschränkung der Gelegenheit für unlautere Insidergeschäfte." ³

Eine freiwillige Regelung wird von Teilen der Kreditwirtschaft angestrebt, die eine Lösung auf privater Grundlage im Sinne eines "Ehrenkodex" befürworten ^{4, 5}. Man kann zu Recht die Frage stellen, "ob es richtig ist, für relativ seltene Fälle von Insidertransaktionen ein eigenes Gesetz zu schaffen" ⁶.

Künzi sieht eine wirksame Realisierung eines "Gentlemens Agreement" jedoch nur dann als sinnvoll an, wenn es gelingt, "die potentiellen Insider zu verpflichten, auf das Bankgeheimnis

1 Ungerer, M.: a.a.O., S. 205

2 Herschsohn, H.: Zum Handel mit Aktien seitens Mitgliedern der Verwaltung, in: Die schweizerische Aktiengesellschaft 1972, S. 185 f.

3 Forstmoser, Peter: Effektenhandel durch Insider, a.a.O., S. 150

4 Rahn, Hans Rudolf: a.a.O.

5 In ähnlichem Sinne äußern sich die Börsenpräsidenten der Züricher und Genfer Börse in Schreiben an den Verfasser (abgedruckt unter Materialien Nr. 3, 5)

6 Rahn, Hans Rudolf: a.a.O.

zu verzichten. Dies aber erscheint als eine unhaltbare, weil viel zu weitgehende Konsequenz" ¹.

Herschsohn betrachtet das Problem unter dem Aspekt der Nicht-Einmischung staatlicher Organe in private Angelegenheiten der Anleger. Er lehnt insbesondere die Anlehnung an amerikanische Praktiken für die Schweiz ab. "Es ist jedem Unternehmen überlassen, entsprechend den individuellen wirtschaftlichen Notwendigkeiten über die obligatorische Minimalpublizität hinaus, weitere Informationen zu veröffentlichen. Es liegen in der Schweiz kaum zwingende Gründe vor, von diesem Prinzip der Freiwilligkeit erhöhter Publizität abzuweichen." ²

Auch die Vertreter der Genfer und Zürcher Börse plädieren für ein "Gentlemen's Agreement" auf gesamtschweizerischer Ebene und halten die gesetzliche Insider-Regelung eher für "Mödeströmungen", die Verbote um der Verbote willen anstreben ³.

Ob die Vertreter einer gesetzlichen Regelung wirksamere Vorschläge haben, soll im folgenden untersucht werden.

d) Die Vertreter der gesetzlichen Regelung

In der Schweiz sind in den letzten Jahren diverse Vorschläge für eine gesetzliche Regelung des Insiderproblems gemacht worden, von denen die maßgeblichen kurz dargestellt werden sollen.

1. Der Vorschlag der Regierung des Kantons Zürich

Dem Vorschlag der kantonalen Regierung liegt das Gutachten einer Sachverständigengruppe unter Leitung von Forstmoser zugrunde. Die Regelung "soll sich durch Durchsetzbarkeit kennzeichnen, ohne perfektionistisch zu sein, und gleichzeitig dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit entsprechen." ⁴ Obwohl

¹ NN: Prof. Künzi über Insider und "Gentlemen", in: Finanz und Wirtschaft vom 9.2.1977, S. 7

² Herschsohn, H.: Der Sparer als Aktionär, in: Die schweizerische Aktiengesellschaft 1970, S. 71

³ Vgl. Schreiben der Zürcher und Genfer Börse an den Verfasser (abgedruckt in Materialien Nr. 3, 5)

⁴ NN: Regierungsrätliche Stellungnahme zur Insiderproblematik, in: Neue Zürcher Zeitung vom 30.10.1976, S. 15

als mögliche Alternativen die freiwillige vertragliche Vereinbarung, bundesrechtliche Regeln, Börsenregeln, kantonales Recht und strafrechtliche Bestimmungen vorstellbar sind, erscheint dem Regierungsrat als beste Lösung, "die mißbräuchliche Verwendung nicht allgemein zugänglicher Informationen im börslichen, vor- oder außerbörslichen Effektenhandel durch Schaffung einer bundesrechtlichen Norm unter Strafe zu stellen" ¹. Als Vorteil dieser Lösung wird genannt: die Realisierung ², die vorbeugende Wirkung sowie die Einfachheit der Maßnahme ³, da neue Behörden nicht erforderlich sind ⁴. Der Nachteil dieser Empfehlung, nämlich ein weiterer staatlicher Eingriff in marktwirtschaftliche Gegebenheiten, wird als zweitrangig abgetan.

2. Der Vorschlag von Brunner

Für Brunner geht es nicht um die Alternative, ob freiwillige oder strafrechtliche Lösung. Er steht auf dem Standpunkt, daß das entscheidende strafbare Element jeder Insider-Transaktion "im Vertrauensmißbrauch durch den Insider gegenüber der Firma, in der oder für die er arbeitet" ⁵, liegt.

Brunner gebührt der Verdienst, Begriffe wie Insider, Insidergeschäfte und Insiderinformationen praxisnah und doch hinreichend genau definiert zu haben.

Insider ist demnach (1) derjenige, der vertraulich mit Aufgaben betraut wird, von denen er weiß oder ihrer Art nach wissen muß, daß sie sich auf ein bestimmtes, von seinem Auftraggeber beabsichtigtes Rechtsgeschäft beziehen, und (2) derjenige, der, ohne mit solchen Aufgaben betraut zu sein,

1 NN: Regierungsrätliche Stellungnahme zur Insiderproblematik, a.a.O., S. 15

2 "... da das Bankgeheimnis, wie im Fall anderer Delikte, nicht geltend gemacht werden könnte." NN: Insider-Transaktionen, in: Finanz und Wirtschaft vom 16.2.1977, S. 7

3 Vgl. NN: Regierungsrätliche Stellungnahme zur Insiderproblematik, a.a.O., S. 15

4 NN: Insider-Transaktionen, a.a.O., S. 7

5 Brunner, Max: Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei, in: Die schweizerische Aktiengesellschaft 1976, S. 181

über ein solches Rechtsgeschäft vertraulich informiert ist. "Nicht erfaßt werden Personen, die durch Zufall oder Indiskretion orientiert werden, und dies auch aus praktischen Gründen, weil man ihnen die Kenntnis nicht schlüssig wird nachweisen können." ¹

Den Begriff des Insidergeschäfts formuliert Brunner aus praktischen Erwägungen sehr eng: danach zählen zu solchen Geschäften nur Transaktionen in schweizerischen Wertpapieren, die an einer Schweizer Börse notiert oder außer- bzw. vorbörslich gehandelt werden. ²

Bei der Aufstellung eines Kataloges über Insiderinformationen legt sich Brunner ebenfalls Beschränkungen auf, er bringt keine wesentlich neuen Aspekte in die Diskussion: noch nicht publik gemachte Verhandlungen über Fusionen, Kapitalerhöhungen, Aktiensplits und die Emission von Wandel- und Optionsanleihen.

Das Neue bei Brunners Konzeption liegt in der versuchten Formulierung eines Straftatbestandes sowie in der Ausarbeitung von einem "zuverlässigen Instrumentarium, um die fehlbaren Insider ermitteln zu können" ³.

Die Formulierung des Straftatbestandes ist Brunner, wie er selber zugibt, sehr lang geraten und kann in diesem Rahmen nicht detailliert geschildert werden. Andererseits scheint dies "das kleinere Übel zu sein als mangelnde Präzision, steht doch bei diesem Delikt die Ehrenhaftigkeit eines Angeschuldigten auf dem Spiel" ⁴.

Das Ermittlungsverfahren, bei dem Brunner zwei Stufen unterscheidet, erscheint von der Idee her durchaus brauchbar, von der Praxis her betrachtet jedoch aufwendig. Im ersten Stadium geht es um die zweifelsfreie Feststellung des Insiders: Die Gesellschaften sind aufgefordert ⁵, genau darüber Buch zu führen, wer wann in welchem Umfang ⁶ von welcher In-

1 Brunner, Max: Wie kommt man Insider-Transaktionen bei? In: Neue Zürcher Zeitung vom 26.4.1977, S. 11

2 Vgl. derselbe: Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei?, a.a.O., S. 181 f.

3 Derselbe: Wie kommt man Insider-Transaktionen bei?, a.a.O., S. 11

4 Ebenda

5 Durch Gesetz oder Rechtsverordnung.

6 Hierzu zählt auch eine mündliche Information.

siderinformation informiert worden ist. Dieses "Dossier" ist den Untersuchungsbehörden auf Anforderung zur Verfügung zu stellen.

Auf der zweiten Stufe "müßte das Auskunftsbegehren der Behörden das ganze Netz der Bankniederlassungen in der Schweiz erfassen" ¹. Brunner erkennt zwar selbst die Problematik ² einer solchen Verfahrensweise, andererseits ist er der Auffassung, daß "das Bankgeheimnis einer solchen Auskunfts-pflicht nicht entgegenstehen (würde), da es sich um eine Strafuntersuchung unter Nennung der einbezogenen Personen handelt" ^{3 4}.

3. Der Vorschlag von Forstmoser

Die Gedankengänge von Forstmoser lassen sich am besten darstellen, wenn man sie denjenigen von Brunner gegenüber stellt und das ihnen Gemeinsame bzw. Trennende herausstellt.

1 Brunner, Max: Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei?, a.a.O., S. 189

2 Zu nennen ist insbesondere der beträchtliche Arbeitsaufwand für das betroffene Kreditinstitut, den Auftrag eines vermutlichen Insiders aus der Fülle der übrigen Orders ausfindig zu machen. Um die Kosten für die Banken in Grenzen zu halten, andererseits aber die Wirksamkeit seines Verfahrens nicht zu beeinträchtigen, schlägt Brunner vor, daß der Mechanismus "nur auf Veranlassung eines zuständigen Börsenorgans in Gang gesetzt werden (kann), das nach eigenem Ermessen darüber befinden würde, ob der Verdacht von Insider-Transaktionen bei einem bestimmten Rechtsgeschäft einer Gesellschaft groß genug war und die Insider-Geschäfte hinreichend gravierend erschienen sind." Die Problematik von Scheingeschäften mittels Stroh Männern oder die Einschaltung ausländischer Banken hat Brunner bei seinem Instrumentarium ausgeklammert.

3 Brunner, Max: Wie kommt man Insider-Transaktionen bei?, a.a.O., S. 11

4 Zum schweizerischen Bankgeheimnis vgl. u.a.: Schaefer, Alfred: Bankgeheimnis, in: Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, 3. Aufl., Hrsg. Emilio Albisetti u.a., Thun 1977, S. 98 ff.; Aubert, Maurice/Kernen, Jean-Philippe/Schönle, Herbert: Das schweizerische Bankgeheimnis, Bern 1978, S. 406 ff.

In der Zielsetzung ist sich Forstmoser mit Brunner darin einig, daß die Strafnorm von der Durchsetzbarkeit, dem Unrechtsbewußtsein, der Präventivwirkung und der Einfachheit bestimmt sein muß ¹.

Anders als Brunner geht Forstmoser nicht kasuistisch vor - unter Außerachtlassung von Stroh Männern, ausländischen Banken, ausländischen Wertpapieren.

Während für Brunner der Insider durch den Vertrauensmißbrauch gegenüber seinem Unternehmen charakteristisch ist, erkennt Forstmoser, daß "auch Dritte vertrauliche Kenntnisse in strafwürdiger Art ausnützen können" ².

Was die Insidergeschäfte anbetrifft, will Forstmoser die Transaktionen nicht nur auf schweizerische Börsen und schweizerische Papiere beschränkt wissen. Für Forstmoser lassen sich die Probleme auch bei grenzüberschreitendem Handel lösen: "Die Probleme, die sich für die Strafverfolgung stellen, sind bei Insidertransaktionen nicht verschieden von denen bei anderen deliktischen Handlungen." ³

Brunner zählt, wie bereits oben erwähnt, die Insiderinformation abschließend auf. Forstmoser hingegen orientiert sich an ausländischen Regelungen und zieht eine "allgemeine Formulierung" vor.

Forstmoser hält das Anlegen von "dossiers" durch das Unternehmen für überflüssig, da der größte Teil der maßgeblichen Vorgänge sowieso schriftlich fixiert ist. Als sinnvoll, weil eine "ergänzende Funktion" ⁴ darstellend, empfiehlt Forstmoser "eine Sperrfrist vor und nach der Veröffentlichung von Geschäfts- und Jahresberichten ..., in welcher Organpersonen und leitende Angestellte auf Transaktionen mit den Papieren ihres Unternehmens gänzlich verzichten" ⁵.

1 Vgl. Forstmoser, Peter: Strafrechtliche Erfassung von Insidermißbräuchen? In: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1977, S. 14

2 Ebenda, S. 19

3 Ebenda

4 Derselbe: Effektenhandel durch Insider, in: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1974, S. 152

5 Ebenda

4. Der Vorschlag von Künzi

Künzi lehnt eine freiwillige Regelung im Sinne eines "Ehrenkodex" ab, da ihr das Bankgeheimnis entgegensteht. "Bei einer Strafnorm stellt sich dieses Problem nicht, da die Banken im Rahmen strafrechtlicher Untersuchungen Auskunft geben müssen." ¹

Künzi verkennt keineswegs die Schwierigkeiten hinsichtlich der Durchsetzbarkeit einer Strafnorm. Da es keine perfekte Lösung geben kann, wird sie sicher umgangen werden können. "Sicher wird auch die Dunkelziffer relativ groß bleiben. Daß eine strafrechtliche Bestimmung umgangen werden kann, ist aber wohl kein Argument, gegen sie aufzutreten." ²

Künzi schließt sich voll und ganz dem obengenannten Vorschlag der Regierung des Kantons Zürich an.

II. Österreich

Insiderfälle sind in Österreich bisher nicht bekannt geworden ³; mangels einschlägiger Kasuistik und Literatur ist eine Darstellung des dortigen Insiderproblems nicht möglich.

¹ NN: Prof. Künzi über Insider und "Gentlemen", a.a.O., S. 7

² Ebenda

³ Eichler, H., Generalsekretär der Wiener Börsenkammer, Brief vom 14.9.1978 an den Verfasser, abgedruckt in Materialien Nr. 6

3. Abschnitt: ENTWICKLUNG DER DERZEITIGEN UND DER KÜNFTIG MÖGLICHEN REGELUNG IN DEUTSCHLAND

A. Die vorhandene freiwillige Regelung

I. Die Regelung von 1970

In der Regierungserklärung von Bundeskanzler Brandt am 28.10.1969 kommt u.a. zum Ausdruck, daß die Vermögensbildung in breiter Hand ¹ nicht ausreichend sei. Einer der Wege, wie hier Abhilfe zu leisten sei, geht nach Auffassung der Bundesregierung in die Richtung, die deutschen Wertpapierbörsen mehr als bisher in die Förderung des Wertpapiersparens einzubeziehen ². Der Sparer, insbesondere der Arbeitnehmer, ist für vermögenspolitische Ziele dieser Art jedoch nur dann zu gewinnen, wenn er Vertrauen in die Wertpapieranlage einerseits und das Börsengeschehen andererseits haben kann ³. Eine der Maßnahmen, die diesem Zweck dient - nämlich Erweiterung der Börsentransparenz und Verbesserung des Schutzes besonders des Kleinanlegers - ist die Regelung des Insider-Problems.

Das Ausnutzen von nicht veröffentlichten oder nicht allgemein bekannten, bewertungsrelevanten Informationen durch eine oder mehrere Personen zum Nachteil der nichtinformierten Anleger

1 Vgl. zu diesem Themenbereich u.a. Leber, Georg: Vermögensbildung in Arbeitnehmerhand, Frankfurt 1964; Höhnen, Wilfried: Die vermögenspolitischen Gesetze und Maßnahmen in der Bundesrepublik Deutschland, Köln 1968, S. 72 ff.

2 Vgl. Beyer-Fehling, Hermann: Die deutschen Wertpapierbörsen als Instrument der Vermögenspolitik, in: Bulletin des Presse- und Informationsamtes der Bundesregierung 1970, S. 176; Ernst, Gernot: Die Insiderfrage - Aufgabe wirtschaftlicher Selbstverwaltung und Problem der Unternehmenstransparenz, Vortrag am 10.2.1977 in der Frankfurter Wertpapierbörse

3 Vgl. Claussen, Carsten P.: Ohne die Aktien keine Vermögensbildung, in: Kreditwesen 1977, S. 323 f.; Forberg, Kurt: Konsequenzen für Aktiengesellschaften und Aktienmarkt, in: Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt 1974, S. 138

muß daher weitestgehend verhindert werden ¹.

In Deutschland wählte man nicht den Weg über das neu konzipierte Aktiengesetz oder das seinerzeit noch reformbedürftige Börsengesetz, sondern führte zunächst "Empfehlungen" ² ein, um "die Anleger von der Chancengleichheit aller am Börsengeschehen Beteiligten" ³ zu überzeugen. Die Meinung, daß es sich bei diesen Überlegungen - nämlich der Regelung des Insider-Problemes - "nicht um eine Reaktion auf vorhandene Mißstände", sondern um "präventive Verkehrsregeln" ⁴ handelte, geht wohl an den tatsächlichen Dingen etwas vorbei. Die Auswahl oben genannter Vorkommnisse ⁵ steht dazu in schroffem Gegensatz. "Die Tatsache, daß man nur selten von derartigen Affären hört, ist kein zwingender Beweis dafür, daß auch wirklich nichts mehr vorfällt - sie kann ebenso gut Zeichen für eine hohe Dunkelziffer sein." ⁶

1 Einschlägige Fälle, bei denen zumindest die Vermutung des Mißbrauchs von Insider-Informationen vorliegt, vgl. S. 1 dieser Arbeit; ferner bei Engler, Georg Wilhelm: Vor Aktien wird gewarnt, München-Bern 1967, S. 70 ff. (Fall Boswau & Knauer AG); Hamann, Horst: Ein Oberförster schießt auf die Deutsche Bank, in: Capital 1968, S. 54 f. (Fall Daimler Benz); NN: Sarotti-Rechtfertigung überzeugte nicht, in: Das Wertpapier 1967, S. 496 re.Sp. (Fall Sarotti); NN: Geraer Strickgarn: wann wird liquidiert? In: Das Wertpapier 1968, S. 655 (Fall Geraer Strickgarn)

2 Vgl. "Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sog. Insider-Probleme", in: Kreditwesen, Sonderveröffentlichung zu Heft 24 vom 15.12.1970. Zitierweise: Insiderhandels-Richtlinien 1970

3 NN: Insider-Informationen: Gegen Mißbrauch, in: Das Wertpapier 1970, S. 193

4 Ebenda

5 Vgl. oben, FN 1

6 Bitz, Michael: a.a.O., S. 409

a) Der Inhalt der Insiderregeln

1. Insiderhandels-Richtlinien

i. Insider

Nach der Grundregel in Ziff. 1 sind Insider Vorstands-¹ und Aufsichtsratsmitglieder von börsennotierten Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien; darüber hinaus rechnen hierzu gem. Ziff. 5 Angestellte, die aufgrund ihrer Tätigkeit in den Besitz von vertraulichen Informationen gelangen können. Der Kreis der Insider wird geschlossen durch das Einbeziehen der oben genannten Personen bei verbundenen Unternehmen i.S. von § 15 AktG.

Die Vorstandsmitglieder haben dafür zu sorgen, daß die genannten Vertrauenspersonen die Richtlinien anerkennen.

ii. Insiderpapiere

Insiderpapiere sind börsennotierte oder an der Börse einzuführende Aktien, die von der AG, der KGaA oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen ausgegeben sind².

iii. Insiderinformationen

Die Richtlinien verstehen unter Insiderinformationen vertrauliche Informationen, "die von Einfluß auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können". Sodann werden abschließend Tatbestandsmerkmale aufgezählt, die Insiderinformationen darstellen. Dies sind³ Kenntnisse über

¹ Vgl. Rümker, Dieter: Zur Auslegung der Insiderhandels-Richtlinien, in: Der Betriebs-Berater 1972, S. 1208. Rümker bezieht die stellvertretenden Vorstandsmitglieder i.S. von § 94 AktG ebenfalls in die Insider-Regelung mit ein, verneint jedoch deren Geltungsbereich für stellvertretende Aufsichtsratsmitglieder, da diese laut AktG 1965 nicht mehr bestellt werden können (nur noch Ersatzmitglieder).

² Vgl. Insiderhandels-Richtlinien 1970, Ziff. 1

³ Ebenda

- eine wesentliche Ertragsveränderung
 - wesentliche Tatsachen, die auf eine Ertragsveränderung von Einfluß sind oder sein werden
 - eine Änderung des Dividendensatzes
 - Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und Kapitalherabsetzung
 - eine vorgesehene Verschmelzung, Vermögensübertragung, Umwandlung, Abfindungsangebote oder Auflösung
- vor der Bekanntgabe ¹ oder dem Bekanntwerden ².

iv. Insider-Geschäfte

Die Insiderhandels-Richtlinien verbieten dem oben definierten Kreis der Insider, unter Ausnutzung von Insiderinformationen Geschäfte in Insiderpapieren zum eigenen Vorteil bzw. zum Vorteil Dritter abzuschließen oder abschließen zu lassen.

v. Sanktionen

Insider haben Gewinne, die sie aus Verstößen gegen die Insider-Regeln für sich selbst oder andere Personen erzielen ³, an die Gesellschaft abzuführen.

Anspruchsberechtigt ⁴ ist die Gesellschaft - und nicht etwa der Geschädigte -, in deren ausschließlichem Ermessen die Geltendmachung liegt. Ein Verzicht dürfte sich nicht mit § 93 IV AktG vereinbaren lassen.

Es ist festzuhalten, daß über die oben genannten Maßnahmen hinaus keinerlei weitere Sanktionen vorgesehen sind. "Als auf dem Freiwilligkeitsprinzip beruhende Regelung können die Insiderhandels-Richtlinien für Verstöße von Insidern weder disziplinarische noch strafrechtliche Sanktionen androhen. Sie beschränken sich auf die Feststellung von Verstößen." ⁵

1 Insiderhandels-Richtlinien 1970, Ziff. 1

2 Anm. 3 zu Ziff. 1 der Erläuterungen der Spitzenverbände zu den Insiderhandels-Richtlinien, in: Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: Wertpapier und Börse, Berlin 1971, Ziff. 436, S. 3

3 Vgl. Insiderhandels-Richtlinien 1970, Ziff. 3. Abzuführen sind nur die Gewinne, die der Insider noch in Besitz hat.

4 Der Anspruch verjährt analog § 88 AktG nach drei Monaten, gerechnet von dem Zeitpunkt an, an dem die zuständigen Organe von der Gewinnabführungspflicht Kenntnis bekommen haben; anderenfalls läuft die Verjährungsfrist nach fünf Jahren ab.

5 Anm. 1 zu Ziff. 3 S. 5 Insiderhandels-Richtlinien 1970

2. Händler- und Beraterregeln

Mit Hilfe der Händler- und Beraterregeln, die für Kreditinstitute - die als Händler in Wertpapieren tätig sind - und für Anlageberater ¹ gültig sind, will man zweierlei verbieten:

- unlautere Empfehlungen ²
- für den Auftraggeber nachteilige Eigengeschäfte des Kreditinstitutes ³.

Vorsätzliches Handeln gegen die genannten Händler- und Beraterregeln wird als unehrenhaftes bzw. als nicht kaufmännisches Vertrauen erweckendes Verhalten bezeichnet ⁴.

3. Verfahrensordnung

Verstöße von Insidern, Händlern und Beratern sollen durch eine Prüfungskommission ⁵ ermittelt werden, die aufgrund einer Verfahrensordnung an der jeweiligen ⁶, für die Gesellschaft zuständigen Wertpapierbörse ins Leben zu rufen ist.

Die Prüfungskommission wird nur tätig bei einer Anzeige, einer Selbstanzeige oder wenn ihr verdächtige Tatsachen bekannt werden, die hinreichend einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtli-

1 Das sind Unternehmen und Personen, die, ohne Kreditinstitute zu sein, gewerblich in der Anlageberatung tätig sind; hierunter fallen z.B. auch die Börsen- und Wirtschaftsberichterstattung in der Tagespresse sowie Empfehlungen und Meinungen der Börseninformationsdienste! Vgl. Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., Ziff. 437, Anm. zu Ziff. II, S. 4

2 Vgl. ebenda: Ziff. 437, S. 2. Unter unlauteren Geschäften im Sinne der Insiderhandels-Richtlinien sind Empfehlungen zu verstehen, die dazu geeignet sind, die Eigenbestände der Kreditinstitute bzw. der Anlageberater zu verringern oder zu vergrößern.

3 i.S. von kursmäßigen Nachteilen.

4 Vgl. Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., Ziff. 437, S. 2 f.

5 Die Prüfungskommission besteht aus einem Vorsitzenden und vier Mitgliedern; der Vorsitzende und sein Stellvertreter sollen in Handelssachen erfahrene Richter sein; beide werden vom Präsidenten des Oberlandesgerichts vorgeschlagen. Weitere Einzelheiten vgl. Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., Ziff. 438, S. 1 f.

6 Bei Verstößen gegen die Händler- und Beraterregeln richtet sich die Zuständigkeit der Prüfungskommission nach dem Einzugsbereich der Börse; darunter ist "dasjenige Gebiet zu verstehen, aus dem die Kreditinstitute ihre Kundenaufträge an der betreffenden Börse ausführen lassen." Vgl. hierzu Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., Ziff. 438, S. 11

nien oder die Händler- und Beraterregeln begründen ¹.

Die Verdachtsmomente müssen sich gegen bestimmte Personen richten; anonymen Verdächtigungen wird nicht nachgegangen.

"Es ist nicht Aufgabe der Prüfungskommission, erst Ermittlungen mit dem Ziel anzustellen oder anstellen zu lassen, die Person eines Betroffenen festzustellen oder belastende Tatsachen aufzufinden." ²

Wenn die formalen Voraussetzungen erfüllt sind und die Anzeige substantiiert ist, beschließt die Prüfungskommission die Durchführung des Verfahrens. Die Regelung, wer die Untersuchungen anzustellen hat, ist nicht ganz eindeutig formuliert. Es ist davon auszugehen, daß die Kommission Vorstand, Aufsichtsrat, persönlich haftende Gesellschafter bei der KGaA und Abschlußprüfer auffordert, Ermittlungen anzustellen ³.

Die Verfahrensordnung ist wohl so zu interpretieren, daß der Abschlußprüfer die eigentliche Prüfung vorzunehmen hat, da dieser aufgrund seiner Position über das notwendige Auskunftsrecht gegenüber dem Verdächtigen verfügt.

Das Ergebnis des Prüfungsverfahrens besteht darin, daß festgestellt wird, daß ein Verstoß gegen die Regeln vorliegt oder nicht. Rechtsmittel gegen die Entscheidung sind in der Verfahrensordnung nicht vorgesehen.

Bei Vorliegen eines Verstoßes wird nach Abschluß des Verfahrens der Bundesminister für Wirtschaft über das Ergebnis informiert.

¹ Vgl. Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., Ziff. 438, S. 3

² Ebenda, S. 4

³ So ebenda, S. 5

b) Kritik an den Insiderregeln von 1970

1. Freiwillige oder gesetzliche Regelung

Einen der Ansatzpunkte der Kritik bildet die Überlegung: freiwillige oder gesetzliche Regelung?

Der Blick über die Grenzen in die Nachbarländer und nach Übersee hat gezeigt, daß dort überwiegend gesetzlichen Maßnahmen der Vorzug gegeben wird. Der Beweis, daß diese wirkungsvoller sind, ist bisher noch nicht überzeugend geführt worden. Zudem lassen sich die Verhältnisse im Ausland nicht ohne weiteres ins Inland übertragen.

Zugegeben hat die freiwillige Lösung, wie sie in der Bundesrepublik Deutschland eingeführt wurde, ihre Mängel - und ihre Vorzüge.

Worum geht es hier? ¹

Wie bereits erwähnt, wurde die Insider-Regelung nicht in das AktG 1965 oder in das Börsen-Gesetz aufgenommen, sondern in einer Art "Wohlverhaltenskodex" formuliert. Die Börsensachverständigenkommission hat nach ausführlicher Beratung beschlossen, die Lösung des Insider-Problems auf freiwilliger Basis zu regeln und die betreffenden Gesellschaften und Personen aufgefordert, sich dieser Regelung zu unterwerfen. Die zwischenzeitliche Entwicklung gibt Bitz ² recht, der feststellt, daß "angesichts des Drucks der öffentlichen Meinung und der von den übrigen angesprochenen Stellen zu erwartenden Bereitschaft, das Ihre zur Verwirklichung der Kommissionsvorschläge beizutragen, ... es den meisten in Frage kommenden Aktiengesellschaften und Kreditinstituten nur schwerlich möglich sein (dürfte), der Kommissionsempfehlung nicht nachzukommen." Die Regeln von 1970 wurden von rd. 90 % der amtlich notierten Aktiengesellschaften anerkannt ³.

¹ Vgl. S. 57 ff. dieser Arbeit

² Vgl. Bitz, Michael: a.a.O., S. 410

³ Vgl. Röllner, Wolfgang: a.a.O., S. 18

Röller ¹ setzt sich mit dem Ruf nach dem Gesetzgeber auseinander. Er ² widerspricht der häufig ³ geäußerten Auffassung, nur gesetzliche Maßnahmen würden entsprechendes Unrechtsbewußtsein wecken, und nur gesetzliche Schritte seien einer Lösung des Problems zuträglich. Dieser Verfasser verweist auf das Beispiel der USA, wo die sehr umfassend gestaltete Insider-Regelung weder zur Bildung eines tatsächlichen noch eines vermeintlichen Unrechtsbewußtseins geführt hat. Darüber hinaus wird vom gleichen Autor festgestellt, daß die Möglichkeit des Widerrufs einer einmal abgegebenen Anerkennung der Insider-Regeln im Fall eines Insider-Verfahrens wohl eher theoretischer Natur ist; aus Imagegründen wird sich niemand zu einem solchen Schritt entschließen ⁴. Auch die betreffenden Angestellten dürften von ihrem Recht, die Unterschrift unter die Erklärung zur Anerkennung zu verweigern, keinen Gebrauch machen, um berufliche Nachteile zu vermeiden ⁵.

¹ Vgl. Röller, Wolfgang: a.a.O., S. 20 f.

- ² Für eine freiwillige Regelung plädieren neben Röller u.a. Ernst, Gernot: Die Insiderfrage - Aufgabe wirtschaftlicher Selbstverwaltung und Problem der Unternehmenstransparenz, Vortrag am 10.2.1977, a.a.O.; Degner, Harald: Börsennovelle und Insiderregelung - Junktim oder nicht? In: Die Aktiengesellschaft 1974, S. 369; Stützel, Wolfgang: Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? In: Kreditwesen 1976, S. 1064; Zahn, Johannes: Probleme und Reform der deutschen Börsen, in: Die Aktiengesellschaft 1975, S. 174 f.; Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, in: Der Betrieb 1971, S. 1609; Bitz, Michael: a.a.O., S. 413; Beyer-Fehling, Hermann: Die neuen Insider-Regeln, in: Kreditwesen 1970, S. 1112 ff.
- ³ Zu den Verfechtern einer gesetzlichen Regelung gehören u.a. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973, S.123ff; Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 394 f.; Bruns, Heiko: a.a.O., S. 176; Renner, Volker: Der Schutz des Kapitalanlegers gegen die Ausnützung von Informationsvorteilen im Aktienhandel, Mannheim 1976, S. 178; Ulsenheimer, Klaus: Zur Strafbarkeit des Mißbrauchs von Insider-Informationen, in: NJW 1975, S. 1999; Holschbach, Ulrich: Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapiergeschäfte, in: NJW 1973, S. 2006 ff.; Flachmann, Klaus: Insider-Information und Börsenreform II, a.a.O., S. 654.
- ⁴ Gegenteiliger Auffassung Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 385.
- ⁵ Vgl. Röller, Wolfgang: a.a.O., S. 21; Röller, Vorstandsmitglied der Dresdner Bank AG, schreibt in diesem Zusammenhang, daß in seinem Haus keiner der in Frage kommenden Angestellten die Anerkennung abgelehnt hat.

Den Befürwortern einer gesetzlichen Regelung ist entgegenzuhalten, daß sie bisher weder den Erfolgsbeweis für eine gesetzlich-perfektionistische Lösung angetreten noch untersucht haben, ob die Kosten überhaupt in Relation zu dem gewünschten Erfolg stehen ¹.

Auch der Vorsitzende der Insider-Prüfungskommission an der Frankfurter Wertpapierbörse ist aufgrund der unter seiner Leitung durchgeführten Voruntersuchungen in acht Fällen seit 1976 der Auffassung, daß die freiwillige Regelung Vorteile bietet. Zum einen gäbe es keine prozessualen Hindernisse verschiedenster Art, zum andern sind die prophylaktischen Wirkungen wesentlich größer als bei einer strafrechtlichen Ahndung ². Die an der Düsseldorfer Börse bestehende Prüfungskommission für Insider-Fragen tagte in 1979 insgesamt zweimal, ohne daß jedoch ein Antrag zum Tätigwerden vorlag ³. Es hat kein Prüfungsverfahren stattgefunden.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß aus Gründen der Effektivität und der Flexibilität die freiwillige Regelung einer gesetzlichen vorzuziehen ist.

Im folgenden geht es darum, die materiellen Regeln (Personen und Tatbestände), die Händler- und Beraterregeln sowie die Verfahrensordnung einer Einzelkritik zu unterziehen. Hieraus sollen die Gründe abgeleitet werden, die zu einer Neufassung 1976 geführt haben.

2. Insiderhandels-Richtlinien

1. Der Insider

Der Kreis der Insider ist eng gezogen worden. Eng in dem Sinne, daß als Insider nur die wichtigsten Personen, nämlich Vor-

¹ Vgl. Rölller, Wolfgang: a.a.O., S. 20 f.

² Vgl. NN: Vorteile freiwilliger Insider-Regelung, in: Börsen-Zeitung vom 7.3.1980, S. 2; NN: Existenz nachweisen, in: Handelsblatt vom 6.3.1980, S. 27; Dertinger, Claus: Insider-Informationen/EG will freiwillige Regeln durch Gesetz ersetzen, aber: Verhaltenskodex hat sich in zehn Jahren bewährt, in: Die Welt vom 8.3.1980, S. 10

³ Vgl. NN: Bericht 1979 Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf, Düsseldorf o.J., S. 13

standsmitglieder einer AG, persönlich haftende Gesellschafter einer KGaA, deren Aufsichtsratsmitglieder ¹ und Personen in Vertrauensstellung anzusehen sind. Doch auch andere, unternehmensfremde Personen können Insidergeschäfte tätigen. Richtigerweise wäre also zu prüfen gewesen, ob nicht auch außenstehende Personen, z.B. Großaktionäre, Paketaktionäre, Arbeitsnehmervertreter, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Abschlußprüfer, Beiräte, Tipempfänger und ausländische Insider in die Regelung einzubeziehen gewesen wären ².

Es stellt sich bei dieser Überlegung jedoch sogleich die Frage, ob die Anerkennungsquote von ca. 90 % bei Einbeziehung der genannten Personen und Institutionen ebenfalls erreicht worden wäre. Je kleiner und überschaubarer der mögliche Insider-Kreis definitionsgemäß nämlich ist, desto leichter läßt er sich überblicken und mit Hilfe der Verfahrensordnung überprüfen.

Dennoch läßt sich zusammenfassend sagen, daß eine begrenzte Erweiterung des Insider-Kreises wünschenswert ist, da die etwas willkürliche Begrenzung auf die in Ziff. 1 der Insiderhandels-Richtlinien genannten Personen nicht ausgewogen erscheint.

ii. Insiderpapiere

Generell gehören zu den Insiderpapieren nur inlandsbörsennotierte ³ Aktien sowie Aktien, deren Börseneinführung bevorsteht; erweitert wird dieser Kreis noch um die mit dem Emittenten i.S. von § 15 AktG verbundenen Unternehmen. Aktien von Schachtelbeteiligungen werden ausgeklammert.

Besonders auffällig sind bei dieser Regelung zwei Merkmale:

- es muß sich um Aktien handeln
- die Insiderpapiere müssen amtlich notiert bzw. deren Einführung in den amtlichen Handel muß beabsichtigt sein.

1 Die gesetzlichen Vertreter verbundener Unternehmen i.S. von § 15 AktG sind mit einbezogen, nicht jedoch Personen verbundener Unternehmen mit anderer Rechtsform, z.B. GmbH oder KG

2 Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, a.a.O., S. 1606, nennt noch weitere Beispiele: Druckereibesitzer, der die Mitteilungen über eine Kapitalerhöhung oder Fusion druckt; Großlieferanten oder Großabnehmer, die Einblick in die geschäftliche Situation des Unternehmens haben.

3 d.h. amtlich notierte, vgl. Insiderhandels-Richtlinien 1970, Ziff. 1

Diese unverständliche Eingrenzung der Insiderpapiere ist als schwerer Mangel zu bewerten. Der Insider wird sich bei Kenntnis dieser Sachlage gerade auf diejenigen Wertpapiere konzentrieren, die nicht von dem Verbot erfaßt worden sind: Bezugsrechte, Genußscheine, Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen, Optionsanleihen, Optionsscheine und der große Block der festverzinslichen Wertpapiere.

"Ähnlich wie im Aktienhandel stellt sich das Problem der Ausnützung von Informationsvorteilen auch im Handel mit festverzinslichen Wertpapieren, beispielsweise bei einer bevorstehenden Zinskonvertierung, vorzeitiger Kündigung einer Anleihe usw." ¹. Anhaltspunkte dafür, daß auch Rentenwerte von Insidern zu Insidergeschäften mißbraucht werden, zeigt das Beispiel von "1971, als die Schweizerische Bankgesellschaft ihre 3 3/4%ige Anleihe von 1963 vorzeitig zurückbezahlte und den Obligationären eine 6%ige Optionsanleihe anbot, wobei offenbar durch eine Indiskretion in der Druckerei das kulante Angebot an die Börse durchsickerte" ².

Es gilt daher, den Sektor der Insiderpapiere wesentlich zu erweitern, um die bisherigen Nachteile abzubauen. Nicht ganz folgerichtig erscheint die ausschließliche Verknüpfung der Aktie mit der amtlichen Notierung. Zahlreiche Insiderfälle der Vergangenheit trugen sich im Freiverkehr zu. Als Minimalforderung ist die Erfassung wenigstens des geregelten Freiverkehrs ³ geltend zu machen ⁴.

iii. Insiderinformationen

Die Aufzählung der wichtigen Insiderinformationen in den Insiderhandels-Richtlinien ist abschließend; für Sachverhalte außerhalb

1 Renner, Volker: a.a.O., S. 8

2 NN: Gegen den Mißbrauch von Informationen ist kein Kraut gewachsen, in: Handelsblatt vom 15.11.1977, S. 5; auch Renner, Volker: a.a.O., S. 8, weist auf dieses Problem hin.

3 Ideal wäre es, den ungeregelten Freiverkehr (Telefonverkehr) mit einzubeziehen; aufgrund der oft nur sporadischen Umsätze (enger Markt) erscheint eine Überwachung notwendig.

4 So auch Schwark, Eberhard: a.a.O., S. 1606; Horn, Norbert: a.a.O., S. 381

dieses Rahmens bleibt kein Raum. Zu denken ist z.B. an Erfindungen, Patente, Änderungen in der Zusammensetzung der Gesellschaftsorgane, Investitionsvorhaben, Paketerwerb, öffentliche Übernahmeangebote, Fusionen usw.

Die Vertraulichkeit der Information ist nicht entscheidendes Merkmal; vielmehr kommt es darauf an, "ob sie der Allgemeinheit zugänglich war, als sie ausgenutzt wurde, da die Insider-Richtlinien in erster Linie die Ausnutzung eines zeitlichen Informationsvorsprungs unterbinden wollen" ¹. Neben dem zu eng abgefaßten Rahmen, was zu den Insiderinformationen gehört, schälen sich in diesem Zusammenhang zwei weitere Probleme heraus.

Zum einen geht es darum, was unter dem Begriff "wesentliche Tatsachen" zu verstehen ist; denn es heißt in den Insiderhandels-Richtlinien ausdrücklich, daß nur Kenntnisse über jene auf Ertragsveränderungen von Einfluß sind oder sein werden ².

Bei einer Verbesserung der Insiderhandels-Richtlinien geht es also darum, die wesentlichen von den unwesentlichen Tatsachen abzugrenzen. Diese Differenzierung ist "in Bezug auf die Gesellschaft zu beurteilen" ³. Ihre Größe etwa könnte ein Maßstab für die Frage sein, ob ein Gewinn oder Verlust als wesentlich zu betrachten ist ⁴.

Als wesentliche Gegebenheiten, die die Ertragslage der Gesellschaft beeinflussen oder beeinflussen werden, sind z.B. generell denkbar: Umweltverschmutzung durch fehlerhafte Abwasserregulierung in einem Chemieunternehmen; fehlerhafte Konstruktion einer Bohrplattform; entschädigungslose Enteignung einer ausländischen Tochtergesellschaft; Schadensersatzansprüche aufgrund Fehlkonstruktion oder mangelhafter Beschaffenheit des Produktes.

Diese Fälle zeigen, daß es einen alleingültigen, objektiven Bewertungsmaßstab für die Einstufung "wesentlicher Tatsache" nicht geben kann. Nur die subjektive ⁵ Würdigung der Umstände des Einzelfalls

1 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., Ziff. 436, S. 3; ebenso Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1209. Insoweit können die Bedenken von Bremer als ausgeräumt gelten, vgl. Bremer, Heinz: Rechtsprobleme der Insider-Regeln, in: Der Betriebs-Berater 1971, S. 804

2 Vgl. Insiderhandels-Richtlinien, Ziff. 1

3 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: Wertpapier und Börse, Berlin/Frankfurt 1977, Ziff. 426, S. 24

4 Vgl. ebenda

5 s.S. 69

aus der Sicht eines neutralen Beobachters wird eine Aussage ermöglichen, wobei solche Komponenten wie Größe des Unternehmens, Stellung des Unternehmens innerhalb der Branche, allgemeine Konjunkturlage usw. nicht ohne Beachtung bleiben dürften. Zum anderen ist der zeitliche Aspekt in Verbindung mit Insiderinformationen nicht präzise koordiniert.

Als Zeitpunkt, von dem ab Informationen als Insiderinformationen gelten, heißt es lediglich "vor der Bekanntgabe oder dem Bekanntwerden" ¹.

Angenommen, die Verwaltung plant die Senkung des Dividendensatzes ²: dann ist wohl als Zeitpunkt des "Bekanntwerdens" nicht erst der Tag der - gesetzlich vorgeschriebenen - Beschlußfassung durch die Hauptversammlung als relevant anzusehen, sondern bereits die Planung oder die Entscheidung in der Vorstandsetage. Die Frage, wann ³ und in welchem Umfang die Aktionäre zu unterrichten sind und ob via Publizitätserweiterung das Informationsgefälle abgebaut werden kann, soll an anderer Stelle ⁴ diskutiert werden.

Zusammenfassend bleibt festzustellen, daß grundlegende Mängel bei der Begriffsbestimmung "Insiderinformation", in der Umschreibung der "wesentlichen Tatsachen" und in der auslegungsfähigen Zeitbestimmung "Bekanntgabe oder dem Bekanntwerden" liegen.

iv. (Verbotene) Insidergeschäfte

Aufgrund der Insiderhandels-Richtlinien ist es dem Insider untersagt, unter Ausnutzung von Insiderinformationen Geschäfte in Insiderpapieren

- zum eigenen Vorteil oder zum Vorteil Dritter abzuschließen, oder aber
- zum eigenen oder zum Vorteil Dritter solche Geschäfte abschließen zu lassen.

5 In diesem Sinne auch Renner, Volker: a.a.O., S. 50 f., der es für entscheidend hält, ob bei sachverständiger Betrachtung ein Einfluß auf den Kurs der Wertpapiere zu erwarten war. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., lehnen ihren Vorschlag an die amerikanische Regelung an; danach soll die Beurteilung durch einen vernünftigen Durchschnittsanleger ("reasonable man") maßgeblich sein. Vgl. auch dazu Bruns, Heiko: a.a.O., S. 126

1 Insiderhandels-Richtlinien, Anm. zu Ziff. 3

2 Vgl. Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1209

3 Abgesehen von § 92 AktG (Vorstandspflichten bei Verlust, Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit)

4 Vgl. S. 159 ff. (FN 4) dieser Arbeit

Wie die Erläuterungen zu den Insiderhandels-Richtlinien ¹ ergänzen, muß zwischen der Insiderinformation und dem Entschluß, ein Geschäft zu tätigen, ein ausdrücklicher Zusammenhang bestehen. Der Insider muß vorsätzlich ² gehandelt haben, es muß ihm auf das Geschäft durch den Dritten ankommen; bei dem Dritten wurde durch den Insider "wissentlich oder willentlich" der Entschluß hervorgerufen, das Geschäft abzuschließen. Dann trifft der Verbotstatbestand des "Abschließenlassens" zu. Allgemein gehaltene Empfehlungen oder Ratschläge an einen Dritten, Aktien der Gesellschaft des Insiders zu kaufen, gelten nicht als verbotene Insidergeschäfte ³. Dem Dritten wird es nämlich in diesem Fall überlassen, zu prüfen, ob er dem Rat nachkommen will oder nicht. Die entscheidende Kausalkette zwischen Insiderinformation und Abschluß des Geschäftes wird durch den eigenen Entschluß des Dritten unterbrochen. Bruns/Rodrian ⁴ grenzen Insider-Empfehlungen, die zum Kauf von Aktien der Gesellschaft des Insiders raten, von diesbezüglichen Verkaufsempfehlungen ab. "Bei einem solchen gegen die Gesellschaft gerichteten Verhalten wird der Dritte bei seinen Verkaufsentscheidungen annehmen, daß der Insider besondere Gründe hat, ihm zu einem Verkauf zu raten." ⁵ Einschränkend vermerken die Autoren jedoch, daß auch in diesem Fall Verkäufe ohne Insiderempfehlungen vorstellbar sind ⁶.

Von einem verbotenen Insidergeschäft wird nicht zu sprechen sein - wie den Erläuterungen zu den Insiderhandels-Richtlinien zu entnehmen ist - wenn der Insider auf Anordnung eines Dritten handelt. Dritter im Sinne der Richtlinien kann jede natürliche oder juristische Person sein, sogar die eigene Gesellschaft des Insiders. Ebenso wenig gehört zu den verbotenen Insidergeschäften der bloße Versuch des Abschließens oder des Abschließenlassens.

1 Vgl. Anm. 4 zu Ziff. 1 der Insiderhandels-Richtlinien, a.a.O., S.9 f.

2 Vgl. Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1210

3 Vgl. in diesem Sinne auch Renner, Volker: a.a.O., S. 120

4 Vgl. Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., S. 9

5 Ebenda

6 Auf diese Abgrenzungsschwierigkeiten weist auch Rümker hin; vgl. Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1210

Einen durchaus denklaren Interessenkonflikt greift Rümker¹ auf. Danach ist es aufgrund der bestehenden Insiderhandels-Richtlinien problematisch, ob ein Insider, der z.B. Vorstandsmitglied eines Kreditinstitutes einerseits und andererseits Mitglied eines Anlageausschusses bei einem Investmentfonds ist, verpflichtet ist, seine Insiderinformation über die eigene oder fremde Gesellschaften der Fondsgesellschaft mitzuteilen. Würde er seine Insiderkenntnisse offenbaren, verstieße er gegen die Insiderhandels-Richtlinien und würde Sanktionen ausgesetzt sein². Andererseits hat dieser Insider auch Pflichten im Rahmen seiner Mitgliedschaft als Anlageausschuß-Mitglied, die er wahrzunehmen hat und die er bei diesem Verhalten verletzen würde³.

Die Insiderhandels-Richtlinien bedürfen in dieser Hinsicht der Vervollständigung, um Interpretationsschwierigkeiten zu vermeiden.

v. Sanktionen

Die Insiderhandels-Richtlinien⁴ bestimmen, daß Aufsichtsrats- oder Vorstandsmitglieder, die gegen Ziffer 1 der Richtlinien verstoßen und für sich selbst oder andere Personen Gewinne erzielen, diese an die Gesellschaft abzuführen haben.

Auffallend ist an dieser Regelung zunächst, daß nur Gewinne abzuführen sind; ein Vermögensvorteil kann jedoch auch in einem vermiedenen Verlust bestehen. Dieser wird jedoch von den Richtlinien nicht erfaßt und damit offenbar nicht als Verstoß angesehen⁵.

Aus dem Text oder den Erläuterungen zu den Richtlinien läßt sich nicht entnehmen, wie der Gewinn zu ermitteln ist. Während der Fall des Kaufs und nachfolgenden Verkaufs keine Interpretationsschwierigkeiten bietet, ist unklar, wie vorzugehen

1 Vgl. Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1210

2 So zutreffend ebenda

3 Diese Ansicht wird vertreten von Bremer, Heinz: Rechtsprobleme der Insider-Regeln, a.a.O., S. 804

4 Vgl. hierzu analog § 88 AktG

5 Der Insider braucht also seiner Gesellschaft nicht die Summe zu erstatten, die dem vermiedenen Verlust geldmäßig entspricht; vgl. Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1210

ist, wenn der Insider zu bereits vorhandenen Beständen weitere Posten hinzukaufft und sodann Teile hiervon oder den ganzen Bestand veräußert. Als Alternative bietet sich das "Lifo"- oder das "Fifo"-Verfahren an ¹. Offen bleibt auch die Frage, ob die An- und Verkaufsspesen den Gewinn mindern dürfen. Verhältnismäßig schwierig dürfte es sein, Kurssteigerungen und damit verbundene mögliche Kursgewinne des Insiders einwandfrei einer Insiderinformation zuzuordnen. Das folgende Beispiel dürfte allerdings wohl einen geringen praktischen Aussagewert haben: "Für die Feststellung, inwieweit eine Kurssteigerung aufgrund der Information und wieweit sie aufgrund anderer Tatumstände erfolgt ist, kann als Maß das Verhältnis der bisherigen Dividende zu der zu erwartenden zukünftigen Dividende verwendet werden. Betrug z.B. die Dividende bis jetzt zehn DM und wird sie sich erwartungsgemäß im folgenden Jahr auf zwölf DM belaufen, so ließe sich im allgemeinen daraus schließen, daß eine Kurssteigerung von 20 % aufgrund der Insiderinformation erfolgt ist." ²

Häufig spielen noch andere Gründe mit, die einen Zusammenhang zwischen Insiderinformation und darauf beruhender Gewinnrealisierung schwer erkennen lassen.

Bedenken ruft die Bestimmung hervor, nach der nur diejenigen Gewinne, die der Insider selbst aus Verstößen gegen die Insider-Richtlinien erzielt, abzuführen sind. "Hat er ein Geschäft für einen Dritten abgeschlossen, so braucht dieser seinen Gewinn nicht herauszugeben. Daß das zu Umgehungsgeschäften geradezu anreizt, liegt auf der Hand." ³

Die Insidergewinne sind nicht, wie zu vermuten wäre, an die Geschädigten ⁴ abzuführen, sondern an die betroffene Gesellschaft ⁵. Für den geschädigten Aktionär der Gesellschaft wird

1 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 122

2 Vgl. Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., S. 11

3 Renner, Volker: a.a.O., S. 122

4 Vgl. § 93 AktG

5 Der in der Regel kein direkt nachweisbarer Schaden entsteht; vgl. Schwark, Eberhard: a.a.O., S. 1606. Indirekt könnte unter einer Insideraffäre der Emissionskredit der Gesellschaft leiden, vgl. Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1211

es "nur unter großen Schwierigkeiten möglich sein, den Kausalzusammenhang zwischen dem Verstoß gegen die Richtlinien und der nachteiligen Kursentwicklung" ¹ zu beweisen. Außerdem müßte der Aktionär nachweisen, daß er "zu einem bestimmten Zeitpunkt zur Umschichtung seines Depots entschlossen war und Gewinn Nachteile infolge der Insidergeschäfte in Kauf nehmen mußte" ².

Außer den geschilderten Sanktionen bestehen, was dem Wortlaut der Insiderhandels-Richtlinien zu entnehmen ist, keine weiteren Maßnahmen gegen Insider. Aus der Einzelkritik an den Tatbeständen ergibt sich die Schlußfolgerung, daß zur wirksamen Insiderahndung weitergehende Maßnahmen erforderlich sind, die zum Teil in der Neuregelung von 1976 realisiert wurden.

3. Händler- und Beraterregeln

Die Händler- und Beraterregeln "konkretisieren recht ethische Maßstäbe, die im Bankgewerbe und Effektenwesen weithin anerkannt und zum Teil rechtlich konkretisiert sind" ³. Gemeint ist hier vor allem die Treuepflicht des Kommissionärs beim Effekten-Kommissionsgeschäft ⁴, die den Kommissionär zu besonderer Sorgfalt und zur Wahrnehmung der Interessen und Weisungen der Kommittenten verpflichtet. Daneben kommt noch § 94 BörsG a.F. zum Zuge, wonach dem Kommissionär unter Strafan drohung die nachteilige Ausführung der Kommission untersagt ist.

Problematisch in seiner Aussage ist derjenige Teil der Händler- und Beraterregeln, der es den Kreditinstituten verbietet, aufgrund von Kundenaufträgen Eigengeschäfte durchzuführen, die mit kursmäßigen Nachteilen für die betreffenden Kunden verbunden sind.

1 Rümker meint ferner, daß ein Schaden häufig nicht feststellbar sein dürfte, wenn sich die Insidergeschäfte über einen längeren Zeitraum bei weitgehender Marktschonung abspielen.

2 Schwark, Eberhard: a.a.O., S. 1607. Dieser diskutiert auch die wohl bessere, aber dennoch mit erheblichen Beweisschwierigkeiten verknüpfte Rechtsposition der Geschäftspartner des Insiders. Vgl. auch Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 388 ff.

3 Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 386

4 Vgl. § 384 HGB i.V.m. § 387 HGB

Einerseits sind auf diese Weise zeitlich und sachlich gleichlaufende Eigengeschäfte der Kreditinstitute ausgeschlossen ¹, andererseits sog. "Parallelgeschäfte" ² gestattet. Hier würde wohl eine sachlich besser differenzierende Formulierung mehr Klarheit verschaffen ³.

Nicht ohne Zweifel ist auch die Regelung von Kurspflegemaßnahmen. Diese sind nicht von einem Verbot betroffen, wie den Anmerkungen zu den Händler- und Beraterregeln zu entnehmen ist. Der Fall liegt einfach, wenn das Kreditinstitut im Auftrag des Emittenten handelt. Zwiespältig wird die Sachlage dann, wenn Emittent und Kurspflege betreibendes Kreditinstitut identisch sind. Was unter Umständen von Vorteil für das Kreditinstitut ist, nämlich das Anheben bzw. Stützen des Kurses auf einer bestimmten Höhe, kann für einen Käufer, der an einem möglichst niedrigen Kurs interessiert ist, nachteilig sein. Bei Abwägen aller Umstände ist wohl jedoch entscheidend, daß ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen einer Empfehlung und Kurspflegemaßnahmen nicht vorliegen dürfte. ⁴

4. Verfahrensordnung

Die kritischen Stimmen über die Effizienz der Verfahrensordnung

- 1 "Wenn ein Kunde ein Wertpapier kauft, kann ein gleichzeitiger Kauf des Kreditinstitutes an der Börse den Kurs erhöhen und damit zu einem Nachteil für den Kunden führen. Wird aber das Eigengeschäft der Kreditinstitute in dieser Hinsicht gebremst, so kann dies nachteilige Wirkungen auf die Funktionsfähigkeit der Börsen haben, da das Eigengeschäft der Kreditinstitute eine wesentliche Stütze des Marktes darstellt." Bremer, Heinz: Rechtsprobleme der Insider-Regeln, a.a.O., S. 604
- 2 Nach den Anmerkungen zu den Händler- und Beraterregeln sind das solche Geschäfte der Kreditinstitute, die nicht "aufgrund" von Kundenaufträgen vorgenommen werden. Der Kundenauftrag darf nicht Anlaß für das Eigengeschäft des Kreditinstitutes gewesen sein. Solange es an der Ursächlichkeit des Kundenauftrages für das Eigengeschäft fehlt, kann das Kreditinstitut gleichartige Effektengeschäfte wie sein Kunde vornehmen.
- 3 Es ist Schwark zuzustimmen, der meint, daß der Grundsatz Kundeninteresse vor Eigeninteresse nicht verletzt wird, wenn die Bank in paralleler Einschätzung der Börsensituation im Anschluß an ein Kundengeschäft Selbstkäufe oder Verkäufe aus eigenen Beständen vornimmt. Vgl. Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, a.a.O., S. 1609
- 4 So auch Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: a.a.O., S. 7

reichen von "recht vage" ¹ über "schwerwiegende Zweifel" ² bis zu "Undurchsetzbarkeit" ³ und "völlig unklar" ⁴.

Die umfangreichen Mängel der Verfahrensordnung beginnen bereits mit der Tatsache, daß die Zuständigkeit der Prüfungskommission nur dann gegeben ist, wenn von dem betroffenen Insider die Insiderhandels-Richtlinien vor einem vermuteten Verstoß anerkannt wurden ⁵.

Für Verstöße von Angestellten ist die Prüfungskommission überhaupt nicht zuständig, sondern nur die Gesellschaft ⁶.

Die Rechte der Prüfungskommission beruhen ausschließlich auf dem Verhältnis zwischen Gesellschaft und Insider ⁷, mit der Folge, daß der Insider bei einem Ausscheiden aus der Gesellschaft die sofortige Beendigung der Tätigkeit der Prüfungskommission bewirkt ⁸.

Bevor die Prüfungskommission aufgrund einer Anzeige, einer Selbstanzeige oder hinreichend konkreter Verdachtsmomente ⁹ tätig werden kann, ist erst der Beschuldigte von den näheren Umständen zu verständigen. Die Gefahr liegt nahe, daß der verdächtige Insider möglicherweise die Ermittlungen erschwert,

1 Schwark, Eberhard: Insidergeschäfte auf dem Wertpapiermarkt, a.a.O., S. 1609

2 Bruns, Heiko: a.a.O., S. 171

3 Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 383

4 Ebenda

5 Vgl. II 2 Verfahrensordnung für die bei den Börsen auf der Grundlage der Insiderhandels-Richtlinien und der Händler- und Beraterregeln vom 13. November 1970 zu bildenden Prüfungskommission, in: Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sogenannten Insider-Probleme, Köln 1972, Zitierweise: Verf.O.

6 VII 1 Verf.O." Ausnahme: VII 2 Verf.O.

7 Vgl. Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 385

8 Werden Insider-Verstöße nach Beendigung der Rechtsbeziehungen zwischen Insider und Gesellschaft bekannt oder erst begangen, hat die Prüfungskommission keine Möglichkeit mehr, ein Verfahren einzuleiten. Vgl. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 176

9 III 1 Verf. O.

etwa auf die Weise, daß er herausgabepflichtige Insidergewinne noch rechtzeitig an Dritte weitergibt ¹.

Wie der Verfahrensordnung ² zu entnehmen ist, ist es nicht Aufgabe der Kommission, anonymen oder unsubstantiierten Verdächtigungen nachzugehen. Die Verdachtsmomente müssen einen schlüssigen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln begründen. Ein Publikumsaktionär wird als Antragsteller jedoch kaum "vermutete Insider-Geschäfte und daraus erwachsende Vorteile schlüssig mit Angabe der erforderlichen Beweismittel" ³ vorbringen können, es fehlt ihm hierzu meistens an rechtlichen Mitteln und zum Teil wohl auch an dem notwendigen finanziellen Hintergrund. Daher ist dem Vorschlag von Renner ⁴ zuzustimmen, daß es sinnvoll gewesen wäre, Ermittlungen von Amts wegen - ohne irgendwelche Einschränkungen - zuzulassen ⁵.

Die Prüfungskommission ⁶ führt nicht, wie zu erwarten wäre, die Prüfung selbst durch, sondern beauftragt hiermit die Gesellschaftsorgane und den Abschlußprüfer der Gesellschaft. Ausnahmsweise kann ein unternehmensfremder Abschlußprüfer mit den Ermittlungen betraut werden.

Richtigerweise sollte, um mögliche Interessenkonflikte des Wirtschaftsprüfers auszuschließen ⁷, die Ausnahme zur Regel gemacht werden: Ermittlungen ausschließlich durch einen Wirtschaftsprüfer, der noch nicht für die Gesellschaft tätig

1 Vgl. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 172

2 III 2 c Verf.O.

3 Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, a.a.O., S. 1609

4 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 132

5 Etwa wie bei der Entscheidung im Prüfungsverfahren gegen die August-Thyssen-Hütte AG vom 10.9.1973. Hierbei ist die Prüfungskommission nicht nach den Vorschriften in III der Verf. O. tätig geworden; vielmehr kam sie einer übereinstimmend vorgebrachten Bitte der August Thyssen-Hütte AG und des Präsidiums der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf nach, eine Prüfung vorzunehmen. Das Interesse der Öffentlichkeit, nämlich Beschuldigungen und Verdächtigungen nachzugehen, wurde über die formellen einengenden Vorschriften der Verf.O. gestellt. Vgl. zu den weiteren Einzelheiten dieses Falles NN, in: Der Betrieb 1973, S. 2288 ff.

6 Zusammensetzung und Funktion s. I 2 ff Verf.O.

7 Auf diese Situation weist auch Horn hin: "Die tatsächliche Durchführung der Prüfung liegt beim Abschlußprüfer, der dabei von den Kollegen des Betroffenen unterstützt wird und darüber nachsinnen mag, was ihm das Wohlwollen der Unternehmensleitung eines seiner Großkunden wert ist." Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 383

war ¹.

Die Position des Abschlußprüfers ist verbesserungsbedürftig; er verfügt über keinerlei rechtliche Mittel, den Insider zur wahrheitsgemäßen Aussage zu verpflichten bzw. dessen Angaben auf Vollständigkeit hin zu überprüfen ². Das Ergebnis der Prüfung - die hinter verschlossenen Türen stattfindet - darf ohne das Einverständnis des Betroffenen nicht veröffentlicht ³ werden. Mit Recht kritisiert Bremer: "Bedenklich ist, daß die Publizität nicht den wünschenswerten Umfang hat, um der Öffentlichkeit die Sicherheit zu bieten, daß nichts geschieht, was das Urteil der Allgemeinheit zu scheuen hätte. In diesem Sinne sollte überlegt werden, ob den "Sprüchen" der Prüfungskommission nicht doch eine Außenwirkung gegeben werden kann, ohne daß berechnigte Interessen der Betroffenen verletzt werden." ⁴

Auch die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz bemängelt die dürftige Publizität nach einer Entscheidung:

"Auch ist es unbefriedigend, daß festgestellte Verstöße nur mit Zustimmung der Betroffenen veröffentlicht werden dürfen. Auf diese Weise dürfte es kaum je zu einer Veröffentlichung kommen." ⁵

Abschließend ist festzustellen, daß eine Änderung der Verfahrensordnung grundsätzliche Voraussetzung für eine effizientere Insider-Regelung ist. Besonders schwer wiegt die Tatsache, daß ein Anzeige erstattender geschädigter Aktionär keine Möglichkeit hat, die Ergebnisse der Prüfungskommission überprüfen zu lassen, ja nicht einmal davon Kenntnis erhält.

¹ So auch Renner, Volker: a.a.O., S. 133

² Wenn der Insider wesentliche Umstände - z.B. ein Effekten-depot - verheimlicht, dann kann er kaum wegen eines Verstoßes belangt werden. Auch kann der Abschlußprüfer bei anderen Personen als dem Insider keinerlei Ermittlungen anstellen. Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 133

³ Also auch keine Mitteilung an den Anzeigenden oder den/die geschädigten Aktionäre.

⁴ Bremer, Heinz: Rechtsprobleme der Insider-Regeln, a.a.O., S. 805. Nicht gefolgt werden kann der Auffassung von Beyer-Fehling, Hermann: Die neuen Insider-Regeln, in: Kreditwesen 1970, S. 1114, der hinsichtlich der Veröffentlichung warnt: "Von einer Bekanntgabe der Ergebnisse der Prüfung ohne Zustimmung des Betroffenen wird abgesehen, da in diesem freiwilligen Verfahren eine solche irreversible Maßnahme nicht zu rechtfertigen ist."

⁵ NN: Der Widerstand der Aktionäre war nicht umsonst, in: Wertpapier 1976, S. 8

II. Die Regelung von 1976

Am 1.7.1976 sind die Insider-Regeln in ihrer neuen Fassung ¹, bestehend aus den Insiderhandels-Richtlinien, den Händler- und Beraterregeln und der Verfahrensordnung ², in Kraft getreten. Vorausgegangen war die entsprechende Billigung durch die Börsensachverständigenkommission, die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, das Bundesfinanzministerium und die maßgebenden Verbände der gewerblichen Wirtschaft ³.

Auch die vom Verfasser angeschriebenen Unternehmen ⁴ billigten die Regeln; sie konnten keine triftigen Gründe nennen, die gegen eine Anerkennung der Insider-Regeln sprächen.

Welche waren die wesentlichen Gründe für eine Neuregelung?

a) Gründe für eine Neuregelung

Ergänzungen und Anregungen für eine verbesserte Regelung lassen sich bereits aus der oben dargestellten Kritik ⁵ an den Insiderhandels-Richtlinien 1970 entnehmen.

Weitere Erkenntnisse für eine Weiterentwicklung bot in erster Linie der bereits genannte Fall Thyssen/Rheinstahl, bei dem umfangreiche praktische Erfahrungen gesammelt werden konnten ⁶. "Bei der Vielschichtigkeit des Insider-Problems konnte die erstmalige Regelung allerdings kaum eine perfekte Lösung auch in allen Details bringen, woraus sich auch Ansätze für eine zum Teil berechtigte Kritik ergaben." ⁷

1 Insider-Regeln aufgrund der Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium, Köln 1976

2 Zitierweise: Insiderhandelsrichtlinien neue Fassung: IHR n.F.; Händler- und Beraterregeln neue Fassung: HBR n.F.; Verfahrensordnung neue Fassung: Verf.O. n.F.

3 Das sind im einzelnen: Bundesverband der Deutschen Industrie, Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Bundesverband des Deutschen Groß- und Außenhandels, Bundesverband deutscher Banken, Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Gesamtverband der Versicherungswirtschaft, Hauptgemeinschaft des Deutschen Einzelhandels, Verband der Gemeinwirtschaftlichen Geschäftsbanken, Verband öffentlicher Banken. Der Deutsche Gewerkschaftsbund schloß sich den Empfehlungen nicht an, da er nach wie vor für eine gesetzliche Regelung eintritt.

4 Vgl. S. 14 dieser Arbeit

5 Vgl. S. 63 ff. dieser Arbeit

6 Vgl. Leckebusch, Klaus: Die neuen Insider-Empfehlungen, in: Kreditwesen 1976, S. 641; Bremer, Heinz: Die Neufassung der Insider-Bestimmungen, in: Die Aktiengesellschaft 1976, S. 11

7 Walch, Joachim: Neuregelung der Insider-Empfehlungen, in: Sparkasse 1976, S. 55

Ein weiterer Grund für eine effizientere Neuregelung war die zum Teil kritische Darstellung in der Literatur ¹. Besonders angegriffen wurde die bisherige Verfahrensordnung, die als nicht wirkungsvoll genug angeprangert wurde ².

Anlässlich der parlamentarischen Beratungen zur Novellierung des Börsengesetzes fand vor den Bundestagsausschüssen für Wirtschaft und Finanzen am 6.11.1974 ein Hearing ³ statt, an dem unter anderem Vertreter der Wertpapierbörsen, der Banken, der Industrie, der Versicherungswirtschaft, des Handels und des DGB teilnahmen. Die Mehrzahl der Sachverständigen votierte für das Festhalten an der bisherigen freiwilligen Regelung, die allerdings verbesserungsbedürftig und -fähig sei. Auch aus den Antworten aufgrund der bereits geschilderten Befragung von Gesellschaften ⁴ geht die eindeutige Absicht hervor, die freiwillige einer gesetzlichen Lösung vorzuziehen ⁵. Eine Übernahme der Insider-Regeln in das Änderungsgesetz zum Börsengesetz wurde nicht für notwendig und wünschenswert erachtet.

Die wesentlichen Änderungen und Neuerungen im Bereich der komplexen Insiderregelung sollen im folgenden dargestellt werden.

b) Die Verbesserungen gegenüber der Regelung von 1970

1. Materielle Regeln

i. Insider

Der bisherige Kreis der Insider ist erweitert worden. Nunmehr werden von den IHR auch Großaktionäre ⁶ erfaßt, d.h. "inlän-

¹ Vgl. u.a. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 174 ff.; Hopt, Klaus/Will, Michael: a.a.O., S. 111 ff.; Coing, Helmut: Company-Insiders and the Public, in: Die Aktiengesellschaft 1975, S. 122; Ulseheimer, Klaus: Zur Strafbarkeit des Mißbrauchs von Insider-Informationen, in: NJW 1975, S. 1999 ff.; Stebut, Dietrich von: Gesetzliche Vorschriften gegen den Mißbrauch von Insider-Informationen, in: Der Betrieb 1974, S. 613 ff.

² Vgl. Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 382 ff.; Hölzler, Heinrich/Hoffmann, Hans: Schützen die Insider-Vorschriften den Insider? In: Kreditwesen 1975, S. 310 ff.; Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, in: Der Betrieb 1971, S.1609

³ Vgl. Bericht und Antrag des Finanzausschusses 1975, Bundestags-Drucksache 7/3248, S. 3 f.

⁴ Wegen Einzelheiten s. S.14, FN 1 dieser Arbeit

⁵ Von neun antwortenden Gesellschaften befürworteten fast 80 % die freiwillige Lösung.

⁶ Natürliche und juristische Personen, sowie deren Angestellte, Forts. s. S.80

dische Aktionäre, einschließlich deren gesetzliche Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder, sofern sie an der Gesellschaft (direkt oder indirekt ¹, Anm. d. Verf.) mit mehr als 25 % beteiligt sind" ².

Renner ³ zählt die Aufnahme der Großaktionäre in den Kreis der Insider zu den wesentlichen Änderungen in der Neufassung der IHR. Auch Bremer ⁴ hält diese wichtige Neuordnung für eine "absolut notwendige" Verbesserung des bisherigen Rechts.

Trotz des Beifalls für diese Verbesserung muß an dieser Stelle gleichwohl Kritik angemeldet werden. Es ist Schwark ⁵ zuzustimmen, der der 25-%-Klausel teilweise den Charakter einer "lex imperfecta" zuschreibt, da keine natürliche Person verpflichtet ist, eine Beteiligung von 25 % oder mehr an einer AG oder KGaA zu melden ⁶.

wenn sie in dieser Eigenschaft Kenntnisse von Insiderinformationen zu erlangen pflegen. Vgl. § 2 Abs. 1d IHR n.F.

1 Vgl. Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred: Aktiengesetz, 13. Aufl., München 1968, § 16 Rdn. 5 ff.

2 § 2 Abs. 1c IHR n.F. Auf § 16 Abs. 4 AktG wird verwiesen.

3 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 111

4 Vgl. Bremer, Heinz: Die Neufassung der Insider-Bestimmungen, a.a.O., S. 11

5 Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz: Kommentar zum Börsengesetz, zu den börsenrechtlichen Nebenstimmungen und den Insider-Richtlinien, 1. Aufl., München 1976, S. 505; ebenso Renner, Volker: a.a.O., S. 111

6 Vgl. Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred: AktGes., a.a.O., § 20 Rdn. 4. In der Begründung zum Regierungsentwurf eines Aktiengesetzes (1965) heißt es u.a.: "Die Mitteilungspflicht setzt bei einem Besitz von mehr als 25 % der Anteile ein. Sie geht damit nicht so weit wie die im Referentenentwurf vorgeschlagene Mitteilungspflicht bei Besitz von 20 % der Anteile. Das französische und amerikanische Gesellschaftsrecht sehen sogar vergleichbare Mitteilungspflichten bereits bei Besitz von mehr als 10 % der Anteile vor. Für die Grenze des Entwurfs von 25 % spricht, daß sie dem eingebürgerten Begriff der qualifizierten Minderheitsbeteiligung, die zur Verhinderung von Satzungsänderungen ... ausreicht, entspricht." Und weiter heißt es: "Von einer Erstreckung der Mitteilungspflicht auf jeden Aktionär ist abgesehen worden." Kropff, Bruno: Aktiengesetz, Düsseldorf 1965, S. 39

Aus verschiedenen Gründen wäre statt einer Beteiligung von 25 % eine solche - mittelbar oder unmittelbar - von 10 % ¹ den Umständen angemessen; in diese Richtung gehen auch die meisten ausländischen Regelungen ². Ein Teil der im Aktiengesetz vorgesehenen Aktionärsrechte läßt sich bereits mit 10 % des Aktienkapitals oder weniger ausüben ³, z.B. die Bestellung von Sonderprüfern ⁴ wegen verbotener Unterbewertung oder unvollständigem Geschäftsbericht; die gerichtliche Entscheidung ⁵ über die abschließenden Feststellungen der Sonderprüfer; die Einberufung der Hauptversammlung auf Verlangen einer Minderheit ⁶; die Bestellung der Abschlußprüfer ⁷ usw.

In den Katalog der Neuerungen wurden neben den Großaktionären Kreditinstitute aufgenommen sowie deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte ⁸ ("den Insidern gleichgestellte Dritte"), und zwar insoweit, als sie nach Maßgabe ⁹ der IHR Kenntnis von Insiderinformationen erlangen. Diese Ausdehnung des Insiderkreises stellt einen bedeutsamen Fortschritt bei der Neufassung dar. Dennoch erscheint der Geltungs-

1 So Hopt, Klaus/Will, Michael: a.a.O., S. 154, die nur eine Pauschalregelung mit einem fixierten Prozentsatz für zweckmäßig halten, obwohl, wie sie betonen, ein Großaktionär mit z.B. 40 % des Aktienkapitals, der einem einzigen Mehrheitsgesellschaftler gegenübersteht, unter Umständen weniger an Informationen gelangt als ein solcher mit 5 % des Aktienkapitals, der sich nur Streubesitz gegenübersteht. - Kritik an der für Großaktionäre getroffenen Regelung findet sich auch bei Hueck, Götz u.a.: a.a.O., S. 18

2 In USA, Großbritannien; in Frankreich beabsichtigt

3 Zum Zusammenhang zwischen Höhe der Beteiligung und Einflußnahme auf die Gesellschaft vgl. insbesondere Eisenhofer, Arno: Beteiligungen. Der Erfolg zu Wachstum und Diversifikation, Wiesbaden 1970, S. 12 ff.

4 § 258 Abs. 2 AktG - mindestens 5 % des Aktienkapitals

5 § 260 Abs. 1 AktG - mindestens 5 % des Aktienkapitals

6 § 122 Abs. 1 AktG - mindestens 5 % des Aktienkapitals

7 § 163 Abs. 2 AktG - mindestens 10 % des Aktienkapitals

8 Vgl. § 2 Abs. 1 IHR n.F.

9 Hier ist auf § 2 Abs. 3 Satz 3 IHR n.F. zu verweisen, der die in diesem Zusammenhang entscheidenden vorgesehenen unternehmenspolitischen Maßnahmen abschließend aufzählt: Kapitalherabsetzung oder Kapitalerhöhung, Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages, Übernahme- oder Abfindungsangebot, Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung, Umwandlung, Auflösung der Gesellschaft.

bereich des Insider-Begriffs noch immer zu eng. Denn Informationen, die Kreditinstitute oder deren Aufsichtsratsmitglieder usw. allein aus der Gesellschaftsverbindung mit der betreffenden Gesellschaft - und in diesem Zusammenhang vielleicht über ein beabsichtigtes Übernahmeangebot hören - erfahren, gelten nicht als Insiderinformationen. Kenntnisse ¹, die aus dem bloßen Schuldner-/Gläubigerverhältnis ² resultieren ³, reichen nicht aus, ein Kreditinstitut oder dessen Mitarbeiter zu einem Insider werden zu lassen.

Über die bereits genannten Mängel hinaus bedarf die nunmehr geltende Insider-Definition noch einiger kritischer Feststellungen.

Wie den Anmerkungen ⁴ der IHR zum Begriff des Insiders zu entnehmen ist, ist die Insidereigenschaft gesellschaftsbezogen, d.h. die als Insider definierten Personen sind den IHR nur in ihrer Eigenschaft als Insider der betreffenden Gesellschaft oder der mit ihr verbundenen Unternehmen unterworfen.

"Kenntnisse, die die betroffenen Personen über andere Unternehmen erhalten, könnten danach von ihnen ausgenutzt werden, ohne daß sie selbst mit den Richtlinien in Konflikt geraten." ⁵

Hieraus ergibt sich sogleich der zweite kritische Ansatz. Dem nunmehr festgelegten Kreis der Insider fehlt es an Bestimmungen, wie Versuche zur Umgehung der Informationsweitergabe zu ahnden sind ⁶.

1 "... die unter Umständen auch einen eingehenden Einblick in ein Unternehmen gewähren und zukünftig kursbeeinflussende Umstände erkennen lassen ...". Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: Wertpapier und Börse, Berlin-Frankfurt 1977, Rdn. 436, S. 20 (Zitierweise: Bruns/Rodrian/Stoeck: Wertpapier und Börse)

2 z.B. Gewährung eines Darlehens

3 Vgl. Anm. 2 zu § 2 IHR n.F.

4 Vgl. Anm. 1 zu § 2 IHR n.F.

5 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 506

6 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 114

Der nach wie vor gravierendste Mangel der IHR - der wohl kaum behebbar ist - liegt in der Tatsache, daß bei der Neuordnung sowohl auf die Einbeziehung ausländischer Insider verzichtet wurde als auch typische ¹ Insider wie Wirtschaftsprüfer und Steuerberater (einschließlich Gehilfen und Familienangehörige), Beiräte und Berater sowie sogenannte Tipempfhänger keine Berücksichtigung fanden bzw. finden konnten.

ii. Insiderpapiere

Der Kreis der Insiderpapiere ² ist erweitert worden. Neben der Aktie zählen dazu Genußrechte ³, Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen, Optionsscheine und Bezugsrechte. Die genannten Wertpapiere können von der eigenen Gesellschaft des Insiders ausgegeben worden sein oder von einem mit dieser gemäß § 17, 18 oder 291 AktG verbundenen inländischen Unternehmen, was den Vorteil mit sich bringt, daß die Insider-Regeln auch über mehrere, ganz unterschiedliche Unternehmen "greifen" können. In den Begriff der Insiderpapiere mit einbezogen sind ferner die oben genannten Wertpapiere eines dritten Unternehmens, dessen Zusammenschluß ⁴ mit der Insidergesellschaft erstrebt wird. Renner ⁵ wirft die in diesem Zusammenhang interessante Frage auf, wie der Tatsache begegnet werden kann, daß Insider, die wohl weit vor dem eigentlichen Zusammenschluß Details wissen dürften, diese noch zu Geschäften in den Wertpapieren der anderen Gesellschaft ausnutzen können.

Auch die Neufassung der IHR konnte diese Lücke nicht schließen. Eine Erweiterung der Gruppe der Insiderpapiere ist darin zu sehen, daß nunmehr auch diejenigen Effekten einbezogen wurden, die im geregelten Freiverkehr ⁶ gehandelt und die

1 Zu den Merkmalen des typischen Insiders vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 65 f. "Gemeinsam ist allen diesen Personen eines: der mit Rücksicht auf ihre Stellung im oder zum Unternehmen gewährte Zugang zu den Unternehmensinterna."

2 Vgl. § 2 Abs. 2 IHR n.F.

3 Vgl. § 221 Abs. 2 AktG

4 Vgl. § 2 Abs. 2c IHR n.F.

5 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 115 f.

6 Vgl. § 43 BörsG.

Öffentlich angeboten werden mit dem Hinweis auf die beabsichtigte Einführung ¹ an einer inländischen Wertpapierbörse.

Schwarck ² bemerkt richtig, daß es nicht darauf ankommt, wo das Geschäft mit Insiderpapieren getätigt wird; der mögliche Handlungsrahmen reicht vom amtlichen Handel über den geregelten und den ungeregelten Freiverkehr bis hin zum Abschluß auf privater Basis. Bedingung ist jedoch stets, daß die den Gegenstand des Geschäfts bildenden Wertpapiere Insiderpapiere sind. Auch ist in den Bestimmungen über Insiderpapiere nicht ausdrücklich festgelegt, daß es sich immer um ein Kassageschäft handeln muß; Termingeschäfte, etwa in Form des Optionsgeschäftes, sind ebenfalls denkbar.

Den Initiatoren der Neufassung ist es beinahe gelungen, sämtliche fungiblen und börsenmäßig handelbaren Wertpapiere einzubeziehen und damit den Kreis der Insiderpapiere vollständig zu erfassen. Leider enthält die Regelung einen groben Schönheitsfehler: festverzinsliche Wertpapiere gelten nicht als Insiderpapiere.

Auf den möglichen Mißbrauch von Insiderinformationen bei Rentenwerten wurde an anderer Stelle hingewiesen ³.

Der Umfang von Verstößen dürfte in diesem Bereich zwar geringer als bei den übrigen Papieren sein; trotzdem müssen im Interesse einer effizienten Regelung alle Insiderpapiere lückenlos erfaßt werden.

iii. Insiderinformationen

Das Schwergewicht der Verbesserungen der Insider-Regeln liegt weniger auf dem Gebiet der Insiderinformation als auf dem der Verfahrensordnung. Dennoch soll aus Gründen der Systematik - auch wenn es sich nicht als sehr ergiebig erweisen sollte - die Insiderinformation in der alten und der neuen Regelung gegenübergestellt werden.

¹ Vgl. § 38 Abs. 2 BörsG.

² Vgl. Schwarck, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 507. Im gleichen Sinn Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 21

³ Vgl. S. 67 dieser Arbeit

Unter Insiderinformationen definieren die IHR Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen Umständen, die von Einfluß auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können ¹. Eine bewertungsrelevante Information ist so lange eine Insiderinformation, wie sie dem Publikum und den Aktionären noch nicht zugänglich ist. Bei den Informationen muß es sich keineswegs - entgegen dem Wortlauf der Regelung von 1970 - um eine vertrauliche Information handeln, entscheidend ist vielmehr, ob sie bei ihrer Ausnutzung der Allgemeinheit zugänglich war ². "Kenntnisse sind nicht nur erfahrene bedeutsame Tatbestände, sondern alle Umstände tatsächlicher Art, die dem Insider bekanntgeworden sind, von denen er erfahren hat." ³

Die Umstände, die von Einfluß auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können, lassen sich mit Schwark ⁴ in drei Gruppen einteilen:

1. Gruppe: Kenntnisse von folgenden vorgesehenen Maßnahmen ⁵
- Kapitalherabsetzung ⁶ oder Kapitalbeschaffung ⁷ einschließlich der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln;
 - Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages ⁸
 - Übernahme ⁹ oder Abfindungsangebot
 - Eingliederung ¹⁰, Verschmelzung ¹¹, Vermögensübertragung ¹², Umwandlung ¹³
 - Auflösung ¹⁴.

1 § 2 Abs. 3 IHR n.F.

2 Vgl. Anm. 3 zu § 2 Abs. 3 IHR n.F.

3 Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 22 f.

4 Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 508

5 § 2 Abs. 3 a-e IHR n.F.

6 § 222 ff. AktG

7 § 182 ff. AktG

8 § 291 Abs. 1 AktG

9 § 305 AktG (sofern ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag besteht)

10 § 319 AktG

11 § 339 AktG

12 § 359 ff AktG

13 § 362 ff AktG, Umwandlungsgesetz

14 § 262 ff, 396 AktG

Diese Maßnahmen sind stets zwingend Insiderinformationen. Nicht nur redaktionelle, sondern auch materielle Verbesserungen ergeben sich aus der Einbeziehung der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, dem Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages, der Übernahme sowie der Eingliederung.

2. Gruppe: Die zweite Gruppe der Insiderinformationen bilden Kenntnisse von einer Änderung des Dividendensatzes und von wesentlichen Ertrags- und Liquiditätsänderungen ¹. Neu ist hierbei, daß der Katalog von Informationen um Kenntnisse, die die Liquidität ² der Gesellschaft betreffen, erweitert wurde. Das müssen keineswegs immer spektakuläre Ereignisse sein; eine Beeinträchtigung der Liquidität bis hin zur Illiquidität kann sich durchaus über einen mehrjährigen Zeitraum hinziehen und besonders für die mit dem Rechnungswesen betrauten Personen frühzeitig absehbar sein.

Auch eine rentabilitätsschmälernde Überliquidität ist denkbar, dürfte jedoch in aller Regel - wenn sie überhaupt auftritt - dann nur von kurzer Dauer sein ³.

Das Kriterium "wesentlich" ist interpretationsfähig. Die Zunahme des Ertrages gegenüber dem Vorjahr in Höhe von einer halben Million DM wird bei einer Gesellschaft mit einem Aktienkapital von einer Million DM wesentlich sein, bei einer solchen mit 150 Millionen DM relativ bedeutungslos. Zur Lösung der hiermit verbundenen Problematik schlägt Renner ⁴ die Aktienanalyse vor.

Über die Höhe einer Änderung des Dividendensatzes enthalten die IHR keine Anhaltspunkte. Fest steht lediglich, daß ein Beibehalten ⁵ des unveränderten Dividendensatzes nicht als Insiderinformation zu werten ist.

¹ Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 2 IHR n.F.

² Zu den Erscheinungsformen der Liquidität vgl. Rittershausen, Heinrich: Die kurzfristigen Finanzdispositionen, Sonderdruck aus Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. I, 2. Aufl., Köln-Opladen 1966, S. 346 ff.

³ Vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 62

⁴ Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 117

⁵ Wenn es der betreffenden Gesellschaft aus unternehmenspolitischen Gründen sinnvoll erscheinen müßte, die Dividende zu senken, sie es aus aktionärsfreundlichem Verhalten aber dennoch unterläßt, so könnte von dieser Maßnahme durchaus Einfluß auf den Kurs der Aktie ausgehen.

Der Ansicht, daß eine Ertragsänderung erst dann wesentlich ist, wenn sie zu einer Änderung der Dividende führt ¹, ist zu widersprechen ². Es gibt zahlreiche Unternehmen ³, die der Thesaurierung ihrer wachsenden Erträge den Vorzug vor einer Anhebung der Dividende geben ⁴. Bestes Beispiel hierfür ist die empirisch nachgewiesene Dividendenstandardisierung im deutschen Kreditgewerbe ⁵. Dennoch können die Ertragszuwächse durchaus wesentlich im Sinne der IHR sein.

3. Gruppe: Den dritten Teil der Insiderinformation stellen "wesentliche Umstände" dar, die von Einfluß auf Ertrags- oder Liquiditätsveränderungen sind oder sein werden ⁶. Hier kommt es auf den Sachverhalt des Einzelfalles an. Denkbar wären etwa bedeutende Erfindungen, ein Wechsel im Management der Gesellschaft, der Abschluß bedeutender Lieferverträge, die Kündigung des Kreditgebers ⁷, usw. Als Maßstab, ob diese Umstände wesentlich sind oder sein werden, könnte das Urteil eines fachmännischen und vernünftigen Anlegers dienen. Ebenso wie bei den Insiderpapieren, so hat die Neufassung auch bei der Insiderinformation eine wünschenswerte Erweiterung und Klarstellung gebracht. Die Aufzählung ist nicht beispielhaft, sondern "im Interesse der Rechtssicherheit" abschließend ⁸.

Kritik ⁹ an diesem Teil der IHR gilt der mangelnden Genauigkeit hinsichtlich des Zeitpunktes, ab wann Unternehmensinterna

1 Vgl. Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 24

2 Ebenso Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 509

3 Zu denken ist insbesondere an Unternehmen der Versicherungsbranche.

4 Vgl. hierzu insbesondere die Dividendenkritik auf der Siemens-Hauptversammlung am 20.3.1980. Vgl. NN: Siemens-Aktionäre "sind bei uns gut aufgehoben", in: Börsen-Zeitung vom 21.3.1980, S. 6

5 Vgl. Jäger, Werner: Bankenpublizität in Deutschland, Berlin 1976, S. 199 f. Zur stabilen Dividende vgl. auch Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 319

6 Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 2 IHR n.F. - Aktuelles Beispiel: der Fall Beton- und Monierbau AG

7 Vgl. zu den liquiditätswirksamen Faktoren Störrle, Winfried: a.a.O., S. 402 f.

8 Vgl. Anm. 3 zu § 2 IHR n.F. Bremer betont dies ausdrücklich, wenn er meint, daß für die abschließende Aufzählung das Sicherheitsbedürfnis der die IHR Anerkennenden spricht. Vgl. Bremer, Heinz: Die Neufassung der Insider-Bestimmungen, a.a.O., S. 12

9 Ebenso Renner, Volker: a.a.O., S. 188 f.

Insiderinformationen sind.

Der von Renner ¹ vorgelegte Vorschlag, das Vorhandensein einer Insiderinformation bei Geschäften innerhalb eines bestimmten Zeitraumes vor der Bekanntgabe einer kursrelevanten Maßnahme widerleglich zu vermuten, kann als brauchbarer Lösungsansatz betrachtet werden. Allerdings ist damit noch nichts über die Praktikabilität eines solchen Vorgehens gesagt.

iv. (Verbotene) Insidergeschäfte

Insider und ihnen gleichgestellte Dritte dürfen in Insiderpapieren - unter Ausnutzung von Insiderinformationen, von denen sie aufgrund ihrer Stellung Kenntnis erlangt haben - zum eigenen Vorteil oder zum Vorteil Dritter keine Geschäfte abschließen oder abschließen lassen ².

Zu den genannten untersagten Geschäften gehören zunächst der Kauf und Verkauf der Insiderpapiere. Ganz allgemein ist ferner darunter "jede rechtserhebliche Vereinbarung zu verstehen, die in bezug auf ein Insider-Papier möglich ist" ³. Auch Geschäfte außerhalb der Börse ⁴, selbst die im Ausland abgeschlossenen, zählen zu den verbotenen Insidergeschäften. Ob Optionsgeschäfte ⁵ unter das Verbot fallen, ist strittig. Einerseits wird die Auffassung vertreten, daß "jedes Geschäft, gleich in welcher Weise es abgeschlossen worden ist, ... zu den Insidergeschäften gehört" ⁶. Damit würde das früher ⁷ übliche Börsentermingeschäft unter die Verbots-Klausel fallen.

Andererseits ist das Optionsgeschäft kein Anschaffungsgeschäft ⁸ von Wertpapieren, denn es wird lediglich ein Recht erworben,

1 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 119, 185

2 Vgl. § 1 Abs. 1 IHR n.F.

3 Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 9

4 Anm. 1 zu § 1 IHR n.F.

5 Diese Form des Termingeschäfts wurde 1970 an den deutschen Börsen wieder eingeführt. Andere Termingeschäfte (Prämienengeschäfte usw.) sind zur Zeit nicht möglich.

6 Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn 436, S. 9

7 Bis 1931 war das börsenmäßige Termingeschäft in Wertpapieren in Deutschland zulässig.

8 i.S. von §§ 17, 18 KVStG. Die über diese Geschäfte ausgestellten Schlußnoten sind keine Wertpapiere i.S. des § 19 KVStG, sondern lediglich Beweisurkunden. Finanzministerium NRW, Erlaß vom 29.4.1970 - S 5140 -3-VC4.

das den späteren Kauf oder Verkauf von Wertpapieren ermöglicht. Das Optionsgeschäft kann demzufolge kein verbotenes Insidergeschäft sein.

Eine andere Meinung ist der Ansicht, daß "Verbote typisch spekulativer Transaktionen (Termingeschäfte, Leerverkäufe)" ¹ fehlen.

Einen möglichen Ausweg aus diesem Dilemma bietet die Interpretation der Formulierung der Ausnahmetatbestände. Dort heißt es nämlich u.a., daß die Erzielung kurzfristiger Spekulationsvorteile verboten bleibt ². Auch Termingeschäfte - von den Optionsgeschäften abgesehen - wären demnach, da sie unbestritten spekulativen Zwecken dienen, vom Insiderhandelsverbot betroffen.

Nicht unter die verbotenen Insidergeschäfte fallen ³, da nicht die Insiderinformationen, sondern ein Auftragsverhältnis, grundsätzlich ist:

(a) Geschäfte aufgrund von Weisungen. Die Verantwortlichkeit des Weisungsgebers bleibt unberührt.

Unter diese Ausnahmeregelung dürften alle diejenigen Personen fallen, die in einem Auftrag handeln, d.h. wohl überwiegend die Angestelltenschaft der Unternehmen. Zu Recht bezweifelt es Schwark ⁴, ob es mit dem Dienst- oder Arbeitsvertrag nach Treu und Glauben vereinbar sein, aufgrund von Weisungen Insidergeschäfte durchzuführen. Der Angewiesene ist bei derartigen Geschäften nach dem Wortlaut der IHR auf jeden Fall aus dem Obligo, die Verantwortung trägt der Weisungsgeber.

(b) Geschäfte im Rahmen des in der Satzung bestimmten Gegenstandes des Unternehmens aufgrund eigener unternehmerischer Planung oder aufgrund von Planungen eines verbundenen oder zusammenzuschließenden Unternehmens.

¹ Hueck, Götz u.a.: a.a.O., S. 19

² Vgl. Anm. 2 zu § 1 IHR n.F.

³ Vgl. § 1 Abs. 2 a-c IHR n.F.

⁴ Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 502

Diese Bestimmung soll längerfristige unternehmerische Zielvorstellungen von kurzfristigen, erfolgversprechenden, spontanen Insidergeschäften unterscheiden. Beispielsweise läßt sich daran denken, daß ein Großaktionär nach und nach weitere Aktien "seiner" Gesellschaft aufkauft mit dem Ziel, den restlichen freien Aktionären ein Übernahmeangebot zu unterbreiten¹. Der Großaktionär ist an und für sich definitionsgemäß² Insider und könnte seine langfristig ausgerichteten Ziele nicht weiter verfolgen, ohne sich eines Verstoßes schuldig zu machen bzw. ohne seine Insiderkenntnisse unverzüglich bekanntzugeben.

Durch die oben genannte Ausnahmebestimmung wird die unternehmerische Planung etwa dieses Großaktionärs nicht beeinträchtigt. An dieser Stelle soll jedoch darauf hingewiesen werden, daß die Abgrenzung zwischen kurzfristigen Insidergeschäften und unternehmerischer Planung nicht ohne Schwierigkeiten sein dürfte.

In dem bekannten Fall Audi NSU-VW³ verkaufte der Kläger am 26.10.1971 seine Audi NSU-Aktien zum Börsenpreis von DM 145,- je Aktie. Am 11.11.1971 veröffentlichte VW ein Abfindungsangebot an die Audi NSU-Aktionäre auf Übernahme ihrer Aktien in Höhe von DM 226,- je Aktie, nachdem der Kurs zwischen dem 26.10. und 2.11.1971 zwischen DM 140,- und 147,- pendelte, am 3. und 4.11. auf Veranlassung von VW ausgesetzt wurde und am 5.11.1971 DM 218,- bis DM 220,- betrug. VW als Großaktionär konnte nicht nachgewiesen werden, daß es bereits vor⁴ dem Zeitpunkt des Verkaufs durch den Kläger in Verkaufsverhandlungen eingetreten und somit dem klagenden Aktionär schadensersatzpflichtig gewesen war.

1 Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 502

2 Vgl. § 2 Abs. 1c IHR n.F.

3 Vgl. OLG Celle, Urteil vom 30.11.1974 - 9 U 73/73, in: Der Betrieb 1974, S. 525 f.

4 Anderer Ansicht Wiedemann, der das Urteil dahingehend interpretiert, daß in dem Zeitraum zwischen dem 23.4.71 (Abschluß eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (zunächst schwebend unwirksam, da erst am 19.11.71 in das Handelsregister eingetragen, Anm. des Verf.)) und dem 26.10.71 bereits Verkaufsverhandlungen stattgefunden haben. Vgl. Wiedemann, Herbert: Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, in: Betriebs-Berater 1975, S. 1594

(c) Geschäfte in Wahrnehmung von Kundeninteressen oder im Rahmen des sonstigen üblichen Wertpapierhandels des Kreditinstituts.

Diese Ausnahmeregelung ist mißverständlich formuliert. Nach ihrem Wortlaut würde sie besagen, daß Kreditinstituten wohl Insidergeschäfte untersagt sind, sie diese aber in Wahrnehmung von Kundeninteressen durchaus vornehmen können¹. Es mußte genauer akzentuiert werden, daß Mitglieder von Kreditinstituten, die - was in der Praxis häufig vorkommt - in den Aufsichtsräten anderer Unternehmen vertreten sind, die dort erlangten Kenntnisse keineswegs² an ihre eigenen Kunden weitergeben dürfen³.

v. Sanktionen

Insider sowie ihnen gleichgestellte Kreditinstitute⁴ haben die aus Verstößen gegen Insidergeschäfte erzielten Vermögensvorteile an die Gesellschaft abzuführen⁵.

Bei dieser Formulierung fällt auf, daß in einem wesentlichen Punkt eine Verbesserung gegenüber den Richtlinien von 1970 nicht erreicht wurde: auch jetzt ist wiederum nur der Insider selbst oder der ihm gleichgestellte Dritte zum Schadensersatz verpflichtet, nicht jedoch der Dritte, für den der Insider ein Geschäft abgeschlossen hat. Die Möglichkeit zu Umgehungsgeschäften ist somit nicht beseitigt worden.

Eine Korrektur wurde hingegen bei der früheren Bezeichnung "Gewinn" angebracht; nunmehr wird vollständiger von "Vermögensvorteil" gesprochen. Hiermit sind neben den Gewinnen auch auf Insiderinformationen beruhende vermiedene Verluste gemeint⁶.

1 Auch Renner kritisiert diese Formulierung. Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 121

2 Vgl. § 404 Abs. 1 AktG

3 Insofern Bruns/Rodrian/Stoeck nicht ganz verständlich, die unterstellen, daß bei Geschäften in Wahrnehmung von Kundeninteresse Informationsvorteile dieser Art nicht weitergegeben und ausgenutzt werden. Vgl. Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 15. - Zu den möglichen Interessenkonflikten der Bank äußert sich ausführlich Hahn. Vgl. Hahn, Oswald: Die Führung des Bankbetriebes, Stuttgart-Berlin-Köln-Mainz 1977, S. 137 ff.

4 Sowie deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte.

5 Vgl. § 4 Abs. 1 IHR n.F.

6 Vgl. Anm. 2 zu § 4 IHR n.F.

Über die richtige Ermittlung des Vermögensvorteils fehlt wiederum jeder Hinweis in den IHR.

Neben den bereits oben ¹ genannten denkbaren Möglichkeiten gilt es, die Frage zu klären, wie ein möglicher Buchgewinn ² festzustellen ist. Der Vorschlag, den Kurs ³ des nächsten Börsentages nach Bekanntgabe der relevanten Umstände der Berechnung zugrunde zu legen, erscheint zweckmäßig ⁴.

Ein Buchverlust, der sich wiederum durch die Insiderinformation vermindert hat, würde analog ermittelt aus der Gegenüberstellung des Verkaufskurses und des Kurses ⁵, der sich am Börsentag nach Veröffentlichung des kursbeeinflussenden Ereignisses ergibt.

Die Zuordnung der Vermögensvorteile zu den Insiderinformationen, und zwar nur diesen, ist auch aus der Neufassung der IHR nicht erkennbar. Dieser Zusammenhang ist jedoch für die Gewinnabführungspflicht bedeutsam, denn andere Gewinne sind nicht herauszugeben. Es ist also nach wie vor zweifelhaft, wie die exakte Ursache für einen Vermögensvorteil aus Insiderinformationen zu ermitteln ist.

Der eingeschlagene Weg, daß der Vermögensvorteil an die Gesellschaft abzuführen ist, der gegenüber die IHR anerkannt wurden, ist wohl skeptisch ⁶ zu beurteilen. In der Literatur wird diese Lösung auch nur als "Notlösung" ⁷ bzw. als unbefriedigende Regelung ⁸ kritisiert.

Zunächst ist auffallend, daß bei Geschäften mit Insiderpapieren von verbundenen oder zusammenzuschließenden Unternehmen der Vermögensvorteil nicht etwa an diese, sondern an diejeni-

1 Vgl. S. 72 dieser Arbeit

2 D.h. der Insider behält die vor der Veröffentlichung der Insiderinformation erworbenen Wertpapiere nach deren Veröffentlichung im Bestand und wartet die weitere Kursentwicklung zunächst ab.

3 Eröffnungs- bzw. Einheitskurs, Anm. des Verfassers. Hierzu äußern sich skeptisch Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetznovelle, Frankfurt 1975, S. 57

4 Vgl. Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 27

5 Eröffnungs- bzw. Einheitskurs

6 Anderer Ansicht Hopt, Klaus/Will, Michael: a.a.O., S. 158, die im Rahmen ihrer sog. "kleinen Lösung" die "scharfe, abschreckende Sanktion" als solche in den Vordergrund stellen.

7 Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 28

8 Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 512

ge Gesellschaft ¹ abzuführen ist, der gegenüber der Insider die IHR anerkannt hat. Hier erhält also nicht die möglicherweise geschädigte, sondern eine von dem Vorgang überhaupt nicht betroffene Gesellschaft eine Entschädigung.

Nur wenn den Insidern gleichgestellte Dritte, also Kreditinstitute, deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte, Insidergeschäfte vorgenommen haben, ist der Vermögensvorteil an die Gesellschaft abzuführen, deren Wertpapiere Gegenstand verbotener Geschäfte waren ^{2,3}

In der Literatur ruft - wie bereits erwähnt - die Regelung, Vermögensvorteile an die Gesellschaft abzuführen, Widerspruch hervor. "Die im Falle einer günstigen Insiderinformation aus der Gesellschaft Ausgeschiedenen erhalten nichts, die in der Gesellschaft Verbliebenen und deshalb auch am Kursgewinn Beteiligten erhalten mittelbar über die Gesellschaft noch etwas dazu. Die bei einer negativen Insiderinformation infolge des Verkaufs des Insiders eingestiegenen Aktionäre erhalten ebenso wie die übrigen Aktionäre mittelbar etwas, was aber ihren Kursverlust nicht ausgleichen kann." ⁴ Der geschädigte Aktionär geht auch nach der Neufassung der IHR wiederum leer aus.

Offenbar hat man ⁵ vor den Schwierigkeiten kapituliert, die mit der Ermittlung des oder der geschädigten Aktionäre verbunden sind. Hinzu kommt, daß es sehr schwierig ist, "sicher festzustellen, ob dem Vermögensvorteil auf seiten des Insiders wirklich ein Vermögensnachteil auf seiten des Geschädigten gegeben ist" ⁶. Die Anonymität des Börsengeschäftes, die

1 Der Anspruch der Gesellschaft auf Abführung der Vermögensvorteile verjährt in drei Monaten seit dem Zeitpunkt, in dem die Gesellschaft von der Gewinnabführungspflicht Kenntnis erlangt; ohne Rücksicht darauf tritt die Verjährung nach Ablauf von 5 Jahren ein. - Die Regelung der Verjährung des Abführungsanspruchs erfuhr insoweit keine Änderung gegenüber den IHR 1970

2 Vgl. Anm. 2 zu § 4 IHR n.F. i.V.m. § 328 BGB

3 Vgl. S. 73 dieser Arbeit

4 Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 58

5 Gemeint ist der Finanzausschuß des Bundestages bzw. die Börsensachverständigenkommission.

6 Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 28; vgl. auch Stebut, Dietrich v.: Gesetzliche Vorschriften gegen den Mißbrauch von Insiderinformationen, a.a.O., S. 618

große Zahl "kleiner" Anleger sowie die hohen Umsatzzahlen tragen ein übriges dazu bei, Käufer und Verkäufer kaum zeitlich exakt gegenüberstellen zu können ¹. Die Frage der Ursächlichkeit zwischen der Handlung des Insiders und der Willensentscheidung des Aktionärs ist ebenfalls kaum lösbar ². Besonders erschwert wird diese Frage der Kausalität durch die an den deutschen Börsen überwiegend übliche Inhaberaktie sowie die Sammelverwahrung ³. Auch Bruns ⁴ weist auf die Schwierigkeiten und Besonderheiten beim Kauf oder Verkauf über die Börse hin. Der übliche Weg führt nicht direkt zum Kontrahenten, sondern über ein Kreditinstitut, das als Kommissionär fungiert. Der Geschäftspartner des Insiders steht damit in keiner direkten Beziehung zu diesem, folglich hat er auch keine Ansprüche etwa auf Anfechtung ⁵ oder auf Schadensersatz aus Verschulden bei Vertragsabschluß ⁶.

Selbst wenn der Kommissionär dem Kommittenten den Namen des Geschäftspartners nennen würde, wären die Erfolgsaussichten ⁷ gering: Der Geschäftspartner dürfte in aller Regel ein Kreditinstitut sein, das die Nennung seines Auftraggebers mit Hinweis auf das Bankgeheimnis ⁸ ablehnen wird.

Denn der Insider wird seinem Kreditinstitut kaum das Einverständnis zur notwendigen Befreiung vom Bankgeheimnis ⁹ geben; andernfalls würde aber das gegenüber Dritten bestehende Bankgeheimnis verletzt werden.

1 In diesem Sinne auch Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 57 sowie Renner, Volker: a.a.O., S. 23

2 Nach Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 57 erscheint es nicht möglich, in gerechter Weise die schadensersatzberechtigten Geschäftspartner des Insiders zu bestimmen. "Soll nur der etwas bekommen, dessen Aktien bei der Zuteilung durch den Kursmakler zufällig an den Insider oder von ihm kamen?" Zu den Beweisschwierigkeiten vgl. auch Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1211. Roth geht sogar so weit, von Versuchen, über die bloße Gewinnabführung hinaus eine Schadensersatzpflicht bei Insider-Börsengeschäften in Deutschland zu konstruieren, abzuraten. Vgl. Roth, Günter H.: Schadensersatzpflicht bei Börsengeschäften von Insidern im amerikanischen Recht, in: RabelsZ 1974, S. 737

3 § 5 DepG

4 Vgl. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 90; vgl. auch Renner, Volker: a.a.O., S. 20 ff.

5 § 123 BGB, lediglich der Kommissionär könnte anfechten, wozu er wohl kaum Veranlassung hätte.

6 Culpa in contrahendo

7 Vgl. Bruns, Heiko: a.a.O., S. 91

8 Vgl. OLG Köln, Der Betrieb 1968, S. 1533. Zum Bankgeheimnis vgl. auch Hahn, Oswald: Die Führung des Bankbetriebes, a.a.O., S. 205 f.; Sichtermann, Siegfried: Das Bankgeheimnis in Deutschland, Frankfurt 1965, S. 9 ff.

9 Vgl. Anm. zu § 3 IHR n.F.

Wenn der Insider nicht bereit ist, seiner Abführungspflicht nachzukommen, dann ist die empfangsberechtigte Gesellschaft verpflichtet, den Abführungsanspruch gerichtlich geltend zu machen ¹. Diese an sich wünschenswerte Verpflichtung der Gesellschaft ist jedoch nicht zwingend: die Gesellschaft braucht gegen den Insider gerichtlich dann nicht vorzugehen, wenn dessen Vermögensverhältnisse oder ein anderer wichtiger Grund dem entgegenstehen ². Ist also im Einzelfall beim Insider "mangels Masse" nichts zu holen, kann die anspruchsberechtigte Gesellschaft von einer Klageerhebung absehen. Renner ³ führt als "wichtigen Grund" im Sinne der Ausnahmeregelung das Beispiel an, daß die Gesellschaft dann geheimhaltungsbedürftige Dinge in einem Prozeß offenlegen müßte.

Auch wenn die Gesellschaft nicht zur Klageerhebung gezwungen werden kann, dürften sich ihre Organe wegen unterlassener Sorgfaltspflicht ⁴ gegenüber der Gesellschaft schuldig machen. Es mag allerdings dahingestellt bleiben, ob sich insbesondere im Hinblick auf ihre Treuepflicht gegenüber den Aktionären Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft veranlaßt sehen, den abzuführenden Betrag dem Vermögen der Gesellschaft zuzuführen ⁵.

Zuständig für die Klageerhebung sind die ordentlichen Gerichte bzw. bei Verstößen von Angestellten die Arbeitsgerichte. § 4 Abs. 1 der IHR n.F. weist ausdrücklich darauf hin, daß neben den Sanktionen der IHR n.F. weitergehende zivilrechtliche Maßnahmen bestehen bleiben.

2. Händler- und Beraterregeln

Die Händler- und Beraterregeln, als Bestandteil der Empfehlungen der Börsensachverständigen-Kommission zur Lösung der sog. Insiderprobleme, wurden gegenüber der Fassung 1970 materiell nur wenig geändert; ihre wesentlichen Neuerungen sind redaktioneller Art.

1 Vgl. § 4 Abs. 2 IHR n.F.

2 Vgl. ebenda

3 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 123

4 Im Sinne von § 93, 116 AktG

5 So Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 436, S. 30

Im folgenden soll untersucht werden, ob und in welchem Umfang die an anderer Stelle ¹ geäußerten Bedenken bei der Neufassung Berücksichtigung fanden.

Um es gleich vorweg zu nehmen: Einige Textänderungen, vorwiegend sprachlicher Natur, haben die bestehenden Unklarheiten und Mängel nicht beseitigen können.

Kreditinstitute ² dürfen keine Eigengeschäfte aufgrund eines Kundenauftrages zum An- oder Verkauf von Wertpapieren vornehmen, sofern kursmäßige ³ Nachteile für den Auftraggeber damit verbunden sind ⁴. Derartige Verhaltensweisen können bei Eigengeschäften vorkommen, die unter den Bezeichnungen Kurschnitt, Mitlaufen sowie Gegenlaufen bekannt sind ⁵.

Schwierig ist es, in solchen Fällen einen Beweis zu führen. Denn immerhin müssen nach dem Wortlaut der IHR n.F. drei Bedingungen erfüllt sein, damit ein verbotenes Eigengeschäft vorliegt: ein Kundenauftrag, ein Eigengeschäft und schließlich ein kursmäßiger Nachteil für den Kunden. Beim Kursschnitt, bei dem der beauftragte Händler das vom Kunden gewünschte Wertpapier zu einem niedrigeren Kurs kauft und an den Kunden teurer verkauft (im Fall des Verkaufs umgekehrt), liegen zunächst zwei der drei Bedingungen zweifelsfrei vor: der Händler hat aufgrund eines Kundenauftrages ein Eigengeschäft abgeschlossen. "Ob ein kursmäßiger Nachteil für den Kunden entstanden ist, läßt sich bei den schnell wechselnden Börsenkursen nicht aus einem Vergleich mit der Gesamtmarktlage zu dem betreffenden Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses erkennen.

1 Vgl. S. 73 ff. dieser Arbeit

2 Zutreffend Bruns/Rodrian/Stoeck, die die Auffassung vertreten, daß alle Kreditinstitute stets "als Händler" anzusehen sind und die eine Prüfungspflicht in dieser Hinsicht verneinen. Bei bloßen Empfehlungen würde nämlich sonst das in § 1 HBR n.F. ausgesprochene Verbot nicht greifen. Vgl. Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 437, S. 5

3 Bzw. preismäßige beim geregelten Freiverkehr, Anm. des Verf.

4 Vgl. § 1 Abs. b HBR n.F.

5 Vgl. zu diesen Begriffen ausführlich Schmidt, Hartmut: Börsenorganisation zum Schutze der Anleger, Tübingen 1970, S. 45 ff. Ferner Engler, Georg Wilhelm: a.a.O., S. 258 ff.

Aufschluß gibt nur das ... mit dem Kunden vorangehende Eigengeschäft des Händlers mit einem oder mehreren Dritten." ¹

Beim Mitlaufen ², d.h. beim parallelen Kauf/Verkauf des Händlers, liegt zwar ein Eigengeschäft des Händlers vor, nicht jedoch ein entsprechender Kundenauftrag. Damit entfällt in diesem Fall die Anwendung der HBR n.F., obwohl in der Regel kursmäßige Nachteile ³ des Kunden vorliegen dürften.

Das Problem beim Gegenlaufen, also das Ausnutzen günstig erscheinender Kundenaufträge durch den Händler anhand von Gegenaufträgen, liegt darin, daß dem Händler absichtliche kursmäßige Nachteile für den Kunden kaum nachweisbar sind, wenn der Händler die Wertpapiere als Daueranlage behält ⁴.

Die Regelung der Kurspflagemassnahmen wurde ebenfalls nicht im Sinne einer materiellen Klarstellung verbessert. Es bleibt demnach bei den oben ⁵ geäußerten Bedenken.

Zusammenfassend bleiben noch einige geringfügige Verbesserungen der HBR n.F. zu vermerken:

- Der Kreis der Betroffenen ist noch erweitert worden. Durch die Wahl des Begriffes "Mitarbeiter" statt "Angestellten" sind auch die in Öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten Tätigen mit einbezogen worden.
- Der sachliche Anwendungsbereich erstreckt sich nunmehr auf sämtliche vertretbaren Wertpapiergattungen mit Ausnahme derjenigen, die im Telefonverkehr gehandelt werden.

3. Verfahrensordnung ⁶

Die Verfahrensordnung ⁷ als Bestandteil der Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium war der bisher von der Kritik am meisten beanstandete Teil der Insider-Regeln. Im folgenden gilt es zu untersuchen, ob diese

1 Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 437, S. 16

2 Auch unter Trittbrettfahren bekannt

3 In Höhe der Differenz zwischen dem Kurs des Händlers und dem des Kunden.

4 Vgl. Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 437, S. 16

5 Vgl. S. 74 dieser Arbeit

6 Neuerdings hat die Prüfungskommission für Insiderfragen an der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf ein Verfahren gegen die Beton- und Monierbau AG eingeleitet. Vermuteter Grund: angebliche Aktienverkäufe von Beton- und Monierbau AG durch die Westfälische Landesbank. Vgl. NN: Insiderverfahren wegen BuM-Aktienverkauf, in: Die Aktiengesellschaft 1980, S. R 62

7 Vgl. Verfahrensordnung, in: Insider-Regeln aufgrund der Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium, S. 15 ff.

Kritik berechtigt ist oder ob durch die Neufassung der Verfahrensordnung die wesentlichen Bedenken ausgeräumt werden konnten ¹.

Träger des Prüfungsverfahrens sind die beteiligten Spitzenverbände ². Auf deren Veranlassung wird an den jeweiligen Börsenplätzen eine Prüfungskommission ³ gebildet, deren Beisitzer von den Mitgliedern der an dem Börsenplatz ansässigen Zulassungsstelle gewählt und die im Auftrag der Spitzenverbände tätig werden ⁴.

Neu ist, daß der Vorsitzende der Prüfungskommission ein amtierender, in Handelssachen erfahrener Richter sein soll; diese Vorschrift wurde jedoch hinsichtlich des "Amtierens" nicht zwingend erlassen, so daß unter Umständen auch ein im Ruhestand befindlicher Richter den Vorsitz führen kann.

1. Zuständigkeit der Prüfungskommission

(A) Sachliche Zuständigkeit

Die Prüfungskommission ist sachlich zuständig zur Prüfung eines behaupteten Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien und gegen die Händler- und Berater-Regeln ⁵.

(B) Örtliche Zuständigkeit

Für die örtliche Zuständigkeit der Prüfungskommission bei Verstößen gegen die Insiderhandels-Richtlinien ist die Heimatbörse der betreffenden Insiderpapiere maßgeblich. Unter Heimatbörse ist diejenige Börse zu verstehen, an der bzw. in deren Bundesland die Gesellschaft ihren Sitz hat ⁶.

1 Dieser Ansicht Beyer-Fehling, Hermann/Bock-Alexander: a.a.O., S. 50. Es wird aber darauf hingewiesen, daß eine freiwillige Regelung bestimmten Grenzen unterworfen ist.

2 Vgl. S. 78, FN 3 dieser Arbeit

3 Bestehend aus einem Vorsitzenden und vier Beisitzern, vgl. § 1 Abs. 2 Verf.O. n.F.

4 Vgl. § 1 Abs. 1 und Abs.4 Verf.O. n.F.

5 Vgl. § 2 Abs. 1a-b Verf.O. n.F.

6 Bei Doppelsitzen mit verschiedenen Heimatbörsen richtet sich die Tätigkeit der Prüfungskommission danach, wo die Anzeige eingegangen ist.

Bei Verstößen gegen die Händler- und Beraterregeln ist der Einzugsbereich der Börse entscheidend. Der Einzugsbereich einer Börse ist diejenige Gegend, aus der die Kreditinstitute ihre Kundenaufträge zu erhalten pflegen; analog ist bei Anlageberatern zu verfahren.

(C) Persönliche Zuständigkeit

Die Prüfungskommission ist nur in denjenigen Fällen persönlich zuständig, in denen der Betreffende die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln anerkannt hat oder anerkennt ¹.

Dieser offenkundige Mangel konnte auch durch die Neufassung, die wiederum privatrechtlicher Natur ist, nicht beseitigt werden. "Da sich weder aus den Insiderhandels-Richtlinien noch aus den Händler- und Berater-Regeln eine zeitliche Beschränkung der Rücknahme der Anerkennungserklärung ergibt, kann sich der Betroffene in jeder Lage des Verfahrens der Zuständigkeit der Prüfungskommission entziehen. Die Prüfungskommission muß nach der Rücknahmeerklärung das Verfahren einstellen." ² Inwieweit dieser theoretisch durchaus existierende Nachteil jedoch in der Praxis Wirklichkeit wird, bleibt abzuwarten. Einschlägige Beispiele in diesem Zusammenhang hat es bis heute noch nicht gegeben.

ii. Tätigwerden der Prüfungskommission

Von 1976 an bis Anfang 1980 wurden die Insider-Kommissionen im gesamten Bundesgebiet 14mal aktiv, davon allein achtmal in Frankfurt ³.

Schwark ⁴ bezeichnet die Voraussetzungen, unter denen die Prüfungskommission ein Verfahren einleiten kann, als "zentrale Vorschrift der Verfahrensordnung".

¹ Vgl. § 2 Abs. 2 Verf.O. n.F. sowie die Anm. zu § 2 Abs. 2 Verf.O. n.F.

² Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 438, S. 16

³ Vgl. NN: Vorteile freiwilliger Insider-Regelung, a.a.O., S. 2

⁴ Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 535

(A) Fremdanzeige

An der Frankfurter Wertpapierbörse erfolgte bis Anfang 1980 noch niemals auch nur eine einzige konkrete Anzeige ¹.

In dieser Anzeige müssen eine oder mehrere bestimmte Personen genannt sein sowie Behauptungen, die einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen ². "Aus dieser, gegenüber der früheren Fassung erweiterten Formulierung ergibt sich, daß kein im strengen Sinne schlüssiger Vortrag erwartet wird, sondern die Schilderungen von Umständen, die einen Verstoß gegen die materiellen Regeln darlegen, genügt." ³

Die Position des Anzeigenden ist durch die Neufassung nicht verbessert worden. Er erhält lediglich eine Bestätigung über den Eingang seiner Anzeige, und daß diese nach den in den Insiderhandels-Richtlinien bzw. den Händler- und Beraterregeln aufgestellten Grundsätzen behandelt wird ⁴. Über den weiteren Verlauf des Verfahrens oder gar über dessen Ergebnis - den Anzeigenerstatte zu Recht interessierende Details - erhält er keinerlei Auskunft oder Information.

(B) Selbstanzeige

Zweck der Selbstanzeige ist es, daß sich ein Insider gegen Beschuldigungen von dritter Seite ⁵ wehren und diese überprüfen lassen kann. "Selbstanzeige dient mithin vor allem dem Schutz des Anzeigenden vor unberechtigten Vorwürfen." ⁶

(C) Tätigwerden von Amts wegen

Die Prüfungskommission kann auch ohne eine Anzeige bzw. Selbstanzeige tätig werden. Voraussetzung ⁷ für die Einleitung eines Verfahrens von Amts wegen ist, daß der Kommission glaubhafte

1 Vgl. NN: Vorteile freiwilliger Insider-Regelung, a.a.O., S. 2

2 Vgl. § 3 Abs. 2a Verf.O. n.F.

3 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 535

4 Vgl. § 3 Abs. 2b Verf.O. n.F.

5 Vgl. § 3 Abs. 3 Verf.O. n.F.

6 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 536

7 Vgl. § 3 Abs. 1c i.V.m. Abs. 4a Verf.O. n.F.

und konkrete Verdachtsmomente bekannt werden, die sich gegen bestimmte Personen oder einen bestimmten Personenkreis richten und die einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen.

Da es nicht Aufgabe der Prüfungskommission ist, von sich aus die erforderlichen Verdachtsmomente zu ermitteln bzw. ermitteln zu lassen oder belastende Umstände zu finden, sind die Möglichkeiten der Prüfungskommission einerseits auf die - oben genannten - schlüssig erscheinenden Fälle begrenzt, andererseits darf sie bei dringendem Verdacht ¹ eines Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien eigene Ermittlungen aufnehmen. ²

Die Kommission hat anonymen oder unsubstantiierten Verdächtigungen nicht nachzugehen.

Bruns/Rodrian/Stoeck ³ nennen einige Fälle, in denen hingegen ein Vorgehen der Kommission denkbar ist:

- Berichte in der Presse, dem sachlichen Inhalt nach eine Anzeige, behaupten einen Verstoß.
- Eine Anzeige, die aus Formmängel wohl abgelehnt werden mußte, jedoch glaubhafte und konkrete Verdachtsmomente gegen bestimmte Personen oder Personengruppen enthält.
- Ein Mitglied der Prüfungskommission erfährt - unabhängig von seiner Tätigkeit in der Kommission - von Tatsachen, die für eine Anzeige ausreichen würden.

Problematisch ist im Zusammenhang mit den eigenen Ermittlungen das Auskunftersuchen an den verdächtigen Insider ⁴. Dieser hat zwar die Kreditinstitute, bei denen er Insiderpapiere verwahren läßt, namentlich zu nennen ⁵. Rechtliche Mög-

1 Vgl. § 3 Abs. 4b Verf.O. n.F.

2 Und bei allen in Frage kommenden Personen Auskunft verlangen, ob sie innerhalb eines bestimmten Zeitraumes Insidergeschäfte getätigt oder veranlaßt haben. Vgl. § 3 Abs. 4b Verf.O. n.F. - Folgender Fall ist in diesem Zusammenhang möglich: Die Prüfungskommission kann offensichtlich ausgenutzte Insiderinformation (erkennbar z.B. an kräftigem Kursanstieg bei Aktien vor Publikation eines vorteilhaften Umtauschangebotes) zum Anlaß nehmen, die Ausnutzer der betreffenden Information zu suchen, um gegen sie gemäß der Verfahrensordnung vorzugehen. Vgl. Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 438, S. 19

3 Vgl. ebenda

4 Die Prüfungskommission wird in der Regel den Weg über die Gesellschaften bzw. die Kreditinstitute, denen der Auskunftspflichtige angehört, wählen, um die erforderlichen Details über den Insider zu erfahren.

5 Die Kreditinstitute sind insoweit auf Weisung des Betroffenen vom Bankgeheimnis zu befreien; vgl. § 4 Abs. 4c Verf.O.n.F.

lichkeiten, diese Angaben auf ihren Wahrheitsgehalt bzw. auf Vollständigkeit zu überprüfen, hat die Kommission jedoch nicht ¹.

iii. Prüfungsverfahren

Wenn die Prüfungskommission zu dem Ergebnis kommt, daß Umstände einen Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln schlüssig erscheinen lassen, beschließt sie die Durchführung des Prüfungsverfahrens. Vor der Einleitung des Verfahrens ist der Betroffene zu verständigen ². Insofern wurde durch die Neufassung keine materielle Besserung erreicht: Der Beschuldigte hat nach wie vor in diesem Stadium des Verfahrens die Möglichkeit, für ihn nachteilige Beweise bzw. Insidergewinne rechtzeitig zu beseitigen.

Im Falle eines möglichen Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln prüft die Kommission - ebenso wie nach den Insiderhandels-Richtlinien 1970 - nicht selbst, sondern fordert im ersten Fall die gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft, den Aufsichtsrat, den Abschlußprüfer oder andere Wirtschaftsprüfer zur Ermittlung auf, oder im letzteren Fall die Geschäftsleiter des betreffenden Kreditinstitutes, dessen Aufsichtsrat, den Depotprüfer oder betriebsfremde Wirtschaftsprüfer ³.

Die Kommission kann ihren Auftrag auch an mehrere Institutionen gleichzeitig erteilen.

Mit Horn ⁴ ist zu fordern, daß aus Gründen des Interessenkonfliktes bzw. der Befangenheit grundsätzlich unternehmensfremde Wirtschaftsprüfer mit derartigen Prüfungsaufgaben betraut werden sollten.

Wenn die von der Kommission beauftragten Stellen nach einer angemessenen Frist den Erfordernissen nicht nachkommen, kann

1 So auch Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 537; Renner, Volker: a.a.O., S. 133

2 Vgl. § 4 Abs. 3 Verf.O. n.F.

3 Vgl. § 4 Abs. 4 Verf.O. n.F.

4 Vgl. Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 383. Auch bei Bruns/Rodrian/Stoeck, a.a.O., Rdn. 438, S. 22, wird darauf hingewiesen, daß bei leitenden Personen von Unternehmen Interessenkonflikte auftreten können, indem sie das Verfahren durch ihre Verhaltensweise in eine Richtung lenken könnten, die für das Unternehmen oder sie selbst nicht von Nachteil wäre.

jene aus dem oben genannten Kreis der Instanzen eine beliebige andere auswählen und mit der Untersuchung beauftragen. Die mit der Prüfung beauftragten Stellen haben der Prüfungskommission unverzüglich über die Ergebnisse der Tatsachenermittlung schriftlich zu berichten. Neu aufgenommen wurde in diesem Zusammenhang die Zwischenberichterstattung ¹, daß nämlich die Prüfungskommission in jeder Lage des Verfahrens einen mündlichen oder schriftlichen Zwischenbericht verlangen kann ². Die Prüfungskommission soll durch diese Handhabung des Verfahrens ständig auf dem laufenden gehalten werden. Diese im Prinzip zu bejahende Regelung erfährt allerdings durch den Satz "Der Prüfungskommission sind die Ergebnisse der Tatsachenermittlung mitzuteilen, soweit deren Kenntnis für die Entscheidung der Prüfungskommission von Bedeutung sein kann" ³, eine unnötige Einschränkung. Denn durch die Vorprüfung der beauftragten Stellen werden der Prüfungskommission unter Umständen Entscheidungen abgenommen oder in eine Richtung gelenkt, die bei einer unmittelbaren Prüfung durch die Kommission selbst nicht gegeben wären ⁴.

iv. Prüfungsergebnis

Vor der förmlichen Feststellung der Kommission, ob ein Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln vorliegt, nicht vorliegt oder nicht beweisbar ist, kann der Betroffene oder sein Bevollmächtigter seine Rechte ⁵ aus der Verfahrensordnung wahrnehmen:

1 Vgl. § 4 Abs. 4d Verf.O.n.F.

2 Und die angesprochenen Stellen dem Betroffenen gegenüberstellen kann. Vgl. § 4 Abs. 4d Verf.O. n.F.

3 § 4 Abs. 4d Verf.O. n.F.

4 So auch Bruns/Rodrian/Stoeck: a.a.O., Rdn. 438, S. 22

5 Vgl. § 5 Abs. 1 Verf.O. n.F.

- Akteneinsicht
- Mündliche oder schriftliche Stellungnahme
- Antritt von Gegenbeweisen

Die Prüfungskommission entscheidet in freier Würdigung der Beweise ¹. Von dem Inhalt der Entscheidung werden unterrichtet der Betroffene selbst, die mit den Ermittlungen beauftragte Instanz, die gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft, der Aufsichtsratsvorsitzende, die Geschäftsleiter der betroffenen Kreditinstitute ² und der Bundesminister für Wirtschaft ³.

Prinzipiell ist es der Kommission untersagt, andere als die genannten Stellen ohne die Einwilligung des Betroffenen und der Gesellschaft, der er angehört, zu informieren. Eine - durchaus wünschenswerte - Unterrichtung des Anzeigenden oder der geschädigten Aktionäre und gar der Öffentlichkeit ganz allgemein, ist auch nach der neuen Fassung der Verfahrensordnung nicht vorgesehen. Die Transparenz dieser Lösung wurde durch den eingeschlagenen Weg beeinträchtigt.

Neu aufgenommen in die Verfahrensordnung wurde die Möglichkeit, die Vertraulichkeit der Mitteilung über die Entscheidung in genau bestimmten, schwerwiegenden Fällen zu durchbrechen. Voraussetzung für eine Veröffentlichung des Prüfungsergebnisses ohne Einwilligung des Betroffenen ist u.a. ⁴

- ein grober Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder gegen die Händler- und Beraterregeln
- erhebliche Folgen des Verstoßes
- schwerwiegendes Verschulden des Betroffenen
- überwiegendes Interesse an einer Veröffentlichung gegenüber den persönlichen und beruflichen Belangen des Betroffenen
- einstimmiger Beschluß der Prüfungskommission
- keine gerichtlichen Schritte des Betroffenen innerhalb der Sechs-Wochen-Frist gegen die Veröffentlichung.

Eine Veröffentlichung scheidet naturgemäß aus, wenn der Betroffene die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Beraterregeln widerruft.

Die Prüfungskommission beendet ihre Tätigkeit mit ihrer Entscheidung; diese wird den zuständigen Organen der Gesellschaft zugeleitet ⁵.

1 Analog zu § 286 ZPO. Vgl. § 6 Abs. 1 Verf.O. n.F.

2 Vgl. § 5 Abs. 3 Verf.O. n.F.

3 Vgl. § 5 Abs. 5 Verf.O. n.F.

4 Vgl. § 5 Abs. 7 Verf.O. n.F.

5 Vgl. § 5 Abs. 3 Verf.O. n.F.

Nicht die Prüfungskommission, sondern ausschließlich die Gesellschaft entscheidet darüber, ob und gegebenenfalls welche Maßnahmen aufgrund des Prüfungsergebnisses gegen den Insider eingeleitet werden ¹. Es wäre sinnvoller gewesen, die neutralere Kommission mit Sanktionsmöglichkeiten auszustatten, um mögliche Interessenkonflikte der Gesellschaft gegenüber "ihrem" Insider zu vermeiden.

v. Kostenregelung

Hinsichtlich der Kosten des Verfahrens und ihrer Umlegung gibt es gegenüber der Verfahrensordnung 1970 keine wesentlichen materiellen Änderungen.

Nach wie vor wird der Insider selbst nicht mit den anfallenden Kosten belastet.

vi. Gültigkeit dieser Verfahrensordnung

Diese Verfahrensordnung gilt nur

- für Tatbestände, die sich nach dem 1. Juli 1976 ereignet haben,
- für die Betroffenen, die die Insiderhandels-Richtlinien 1976 oder die Händler- und Beraterregeln 1976 anerkannt haben.

Für diejenigen, die bisher lediglich die Richtlinien oder Regeln von 1970 anerkannt haben, bleiben diese weiterhin in Kraft; maßgeblich ist in diesen Fällen die Verfahrensordnung von 1970. ²

vii. Würdigung der Verfahrensordnung

Die "alte" Verfahrensordnung 1970 war der wohl am meisten kritisierte Teil der "alten" Insiderregeln. Die eingangs gestellte Frage, ob diese zum Teil berechtigte Kritik durch die Neufassung der Verfahrensordnung 1976 entkräftet werden kann, wurde durch die ausführliche Darstellung der Verfahrensordnung teilweise bereits bejahend beantwortet.

¹ Hinsichtlich der Verjährungsfrist vgl. § 3 Abs. 2d Verf.O. n.F.

² Vgl. § 9 Verf.O. n.F.

Abschließend sollen an dieser Stelle nochmals die wesentlichen Verbesserungen herausgestellt werden. Dabei braucht nicht noch einmal auf die Diskussion, ob die freiwillige oder die gesetzliche Regelung zweckmäßiger sei, eingegangen zu werden. Eine gesetzliche Regelung mag zwar leichter gegenüber dem Betroffenen durchsetzbar sein, weil gerichtlichen Maßnahmen nur schlecht ausgewichen werden kann; andererseits hat die freiwillige Lösung den Vorteil der Flexibilität, so daß eine jederzeitige und vor allem schnelle Anpassung des materiellen Inhalts der Insider-Regeln an die sich ändernden wirtschaftlichen Tatbestände möglich ist.

Die "neue" Verfahrensordnung brachte folgende wesentliche Verbesserungen:

- Einleitung eines Prüfungsverfahrens von Amts wegen
- der dringende Verdacht eines Verstoßes gegen die Insider-handels-Richtlinien genügt, daß die Prüfungskommission auch von sich aus Vorermittlungen einleiten kann
- Unternehmensfremde Wirtschaftsprüfer können - nicht mehr nur in Ausnahmefällen - mit Ermittlungen beauftragt werden
- Die Prüfungskommission kann von den beauftragten prüfenden Instanzen jederzeit Zwischenberichte verlangen
- Die Prüfungskommission hat das Recht, in besonderen Fällen nunmehr das Prüfungsergebnis auch ohne Einwilligung des Betroffenen zu veröffentlichen!

Die Verfahrensordnung, wie sie oben dargestellt wurde, mag gewiß noch von einer Ideallösung entfernt sein. Aber sie erscheint als ein Schritt in die richtige Richtung, nämlich die Regelung des Insiderproblems - unter Inkaufnahme gewisser Unzulänglichkeiten - ohne die starre und nur vermeintliche optimale gesetzliche Regelung durchzuführen. Der Vorsitzende der Insider-Prüfungskommission an der Frankfurter Wertpapierbörse meint, daß "in einem solchen Selbstreinigungsverfahren, denen sich die Beteiligten freiwillig unterworfen hätten, würde wesentlich mehr an Informationen gegeben werden als zum Beispiel in einer öffentlichen Verhandlung" ¹.

¹ NN: Vorteile freiwilliger Insider-Regelung, in: Börsen-Zeitung vom 7.3.1980, S. 2

Tab. 2: Vergleichende Übersicht der deutschen, amerikanischen, englischen und französischen Insiderregelung

Land	Deutschland	Vereinigte Staaten von Amerika	Großbritannien	Frankreich
Art der Insider-Regelung	freiwillig	gesetzlich	gesetzlich	gesetzlich
=====	=====	=====	=====	=====
-	gesetzl. Vertreter u. AR-Mitglieder der Gesellschaft	gesetzliche Vertreter ("officers") und AR-Mitglieder ("directors") der Gesellschaft	gesetzliche Vertreter ("directors") der Gesellschaft, einer Konzerngesellschaft und Weisungen dieser Personen unterworfenen Mitarbeiter	gesetzliche Vertreter und AR-Mitglieder der Gesellschaft
-	gesetzl. Vertreter u. AR-Mitglieder verbundener inländ. Unternehmen d. Gesellschaft, sofern sie Insiderinformationen zu erlangen pflegen	-	-	-
Insider-Personenkreis	-	-	-	-
-	Angestellte der Gesellschaft, der mit ihr verbundenen inländischen Unternehmen und der Großaktionäre (mehr als 25 %), sofern sie Insider-Informationen zu er-	Jedermann ("any person"), der kursrelevantes ("material fact") Insiderwissen hat oder erlangen kann	-	jede Person, die durch Ausübung ihres Berufes oder ihrer Funktion - inner- oder außerbetrieblich - über Insiderinformationen über die Gesellschaft verfügt

- Kreditinstitute, deren AR-Mitgl., Geschäftsleiter in Ausübung ihrer kontorialgeschäftlichen Tätigkeit in bestimmte Maßnahmen eingeschaltet werden u. dabei Kenntnis von Insiderinformationen erlangen	- Großaktionäre mit mehr als 25 % Beteiligung am Aktienkapital	- Großaktionäre mit mehr als 5 % Beteiligung am börsennotierten Aktienkapital	- Aktien, Genußrechte, Wandel- und Gewinn-schuldverschreibungen, Optionsscheine, Bezugsrechte:	- Aktien - festverzinsliche Wertpapiere (incl. Wandel- und Optionsanleihen) - der Mutter- oder Tochtergesellschaft	- Aktien der Mutter- und Tochtergesellschaft
Insider-Papiere - der Gesellschaft - von einem mit der Gesellschaft verbundenen Unternehmen - von einem mit der Gesellschaft durch Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages, eines Übernahme- od. Abfindungsangebotes, durch Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung od. Umwandlung zusammenzuschließenden Unternehmen	- Effekten jeder Art				

Land	Deutschland	Vereinigte Staaten von Amerika	Großbritannien	Frankreich
Art der Insider-Regelung	freiwillig	gesetzlich	gesetzlich	gesetzlich
Insiderinformationen	- Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen Umständen, die bewertungsrelevant sein können. Das sind Kenntnisse von - einer Änderung des Dividendensatzes - wesentlichen Ertrags- oder Liquiditätsveränderungen - wesentl. Umständen, die hierauf von Einfluß sind oder sein werden - folgenden vorgesehenen Maßnahmen: - Kapitalherabsetzung oder Kapitalerhöhung - Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabf. Vertrages - Übernahme- oder Abfindungsangebot - Eingliederung, Verschmelzung, Vermögensübertragung, Umwandlung - Auflösung	- betriebsinterne Informationen - wesentliche kursrelevante Tatsachen ("material facts")	- nicht veröffentlichte, kursbeeinflussende, nicht allgemein zugängliche Informationen	- privilegierte Informationen, die vertrauliche Angaben über die technische, kaufmännische und finanzielle Situation der Gesellschaft enthalten

- Offenlegung des Aktienbesitzes durch Direktoren und Personen mit 10 % oder mehr Aktienbesitz
- Meldepflicht der Direktoren
- Registrierungs- pflicht
- Meldepflicht der Großaktionäre (mehr als 5 % Aktienkapital)
- jährliche Bekannt- gabe von Aktionä- ren mit mehr als 5 % Aktienkapital
- Offenlegungs- pflicht der Ge- schäftsorgane (im erweiterten Sinne)

- Meldepflicht der Direktoren
- Registrierungs- pflicht
- Meldepflicht der Großaktionäre (mehr als 5 % Ak- tienkapital)

- Offenlegung des Aktienbesitzes durch Direktoren und Personen mit 10 % oder mehr Aktienbesitz

- Auskunftserteilung von allen in Frage kommenden Personen an die Prüfungs- kommission

Instrumen-
tarium ge-
ten Insi-
dergeschäf-
te

- Haftstrafe bis zu fünf Jahren
- Geldstrafe bis zum Vierfachen des erzielten Gewinns

- Haftstrafe bis zu zwei Jahren
- Geldstrafe in un- begrenzter Höhe
- Tadel, öffentlicher Verweis, Ausschuß vom Wertpapiermarkt

- Herausgabeanspruch der Gesellschaft auf erzielte Gewin- ne
- Schadensersatz
- Rückgängigmachung der Transaktion

- Herausgabeanspruch der Gesellschaft auf erzielte Ver- mögensvorteile
- über Konsequenzen aus Vertragsver- letzungen zwischen Insider und seiner Gesellschaft ent- scheidet die Ge- sellschaft indi- viduell
- keine disziplina- rischen oder strafrechtlichen Sanktionen vorge- sehen

Sanktio-
nen

III. Exkurs: Vergleichende Übersicht der deutschen, amerikanischen, englischen und französischen Insiderregelung

Zur Bewältigung des Insiderproblems werden in den einzelnen Ländern unterschiedliche Wege beschritten (s. Tabelle 1). Aufgabe dieses Abschnitts ist es, Gemeinsames und Trennendes der jeweiligen Insiderregelung herauszuarbeiten.

Während man in Deutschland dem Prinzip der Freiwilligkeit den Vorzug gibt, versucht man in den USA, Großbritannien und Frankreich mit gesetzlichen Maßnahmen das Problem in den Griff zu bekommen. Beide Methoden können Erfolge vorweisen, ohne daß es aber in einem Land bisher gelungen ist, Insidergeschäfte absolut auszuschalten.

a) Insider-Personenkreis

In den untersuchten Ländern gehören generell die gesetzlichen Vertreter einer Gesellschaft zu den Insidern. Mit Ausnahme von Großbritannien unterliegen auch die Mitglieder des Aufsichtsrats der Insiderregelung.

Der Kreis der Insider wird in Großbritannien und Frankreich noch um die Ehegatten und minderjährigen Kinder der oben genannten Insider erweitert; in den USA und in Deutschland fehlt ein solcher Hinweis. Die Verfasser der amerikanischen Lösung behelfen sich auf die Weise, daß für sie "jedermann", der kursrelevantes Insiderwissen hat oder erlangen kann, Insider ist. Diese Lösung geht also unter Umständen weit über familiäre Bindungen hinaus.

In Frankreich wird eine ähnliche Richtung eingeschlagen. Jede Person, die durch Ausübung ihres Berufes oder ihrer Funktion - inner- oder außerbetrieblich - im Besitz von Insider-

informationen über die Gesellschaft ist, gilt als Insider.

In Deutschland und Großbritannien hat man auf die obige Erweiterung des Insiderbegriffs verzichtet. Statt dessen geht man in Deutschland so vor, daß bestimmte Personen bzw. Institutionen neben den gesetzlichen Vertretern erfaßt werden: Angestellte der Gesellschaft, sofern sie Insiderinformationen zu erlangen pflegen sowie Kreditinstitute, deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte, die aufgrund bestimmter Tätigkeiten Insiderinformationen erhalten.

Einheitlich ist in drei Ländern die Einbeziehung der Großaktionäre, allerdings mit unterschiedlicher Höhe am Aktienkapital. In Deutschland zählt in diesem Zusammenhang zu den Großaktionären, wer mit 25 Prozent am Grundkapital einer Aktiengesellschaft beteiligt ist, die entsprechenden Zahlen für die USA und Großbritannien lauten 10 Prozent bzw. 5 Prozent. Frankreich hat von der Nennung des Großaktionärs Abstand genommen, wodurch die Regelung lückenhaft erscheint.

b) Insider-Papiere

Ebenso wie bei der Definition des Insiders gilt auch für die Insider-Papiere die amerikanische Regelung als die umfassendste. Danach zählen nämlich Effekten jeder Art dazu, wohingegen die anderen Länder eine bewußte Auswahl treffen. Auf diese Weise werden durchaus relevante Wertpapierarten in jenen Ländern von der Insiderregelung ausgeschlossen.

In Deutschland gehören in den Katalog der Insiderpapiere alle Effekten mit Ausnahme von festverzinslichen Titeln. Großbritannien bezieht diese wohl ein, andererseits

vermißt man Bezugsrechte und Optionsscheine. Am unvollständigsten ist die französische Fassung ausgefallen, die ausschließlich auf Aktien beschränkt ist.

Vorbildlich dürfte die amerikanische Version sein, weil mit ihr praktisch sämtliche Effektenarten ausnahmslos erfaßt werden. Sonderregelungen nach deutschem Muster erübrigen sich.

c) Insiderinformationen

Jede wirksame Insiderregelung hängt von der Genauigkeit ihrer Begriffsdefinitionen ab. Man kann entweder general-klauselartig definieren, oder aber für ganz bestimmte Fälle, und dann ausschließlich für diese, Definitionen erarbeiten.

Die vier besprochenen ausländischen Lösungen gehen den ersten Weg: In den USA sind alle betriebsinternen sowie sämtliche kursrelevanten Tatsachen Insiderinformationen. Eine detaillierte Aufzählung, welche Kenntnisse oder Umstände vorliegen müssen, wird nicht vorgenommen, weil sie überflüssig ist. In England und Frankreich wird ähnlich vorgegangen: Hier werden privilegierte Informationen, die vertrauliche Angaben über die technische, kaufmännische und finanzielle Situation der Gesellschaft erhalten, genannt; dort sind es nicht-veröffentlichte, kursbeeinflussende, nicht allgemein zugängliche Informationen.

In der deutschen Regelung geht man hingegen die Definition kasuistisch an. Nur ganz bestimmte Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen Umständen, die bewertungsrelevant sein können, fallen unter die Insiderinformationen. In einem abschließenden Katalog werden diese dann aufgezählt, wobei auch in naher Zukunft liegende Maßnahmen (Kapitalerhöhung, Abfindungsangebot usw.) einbezogen werden.

Andere als in dem Verzeichnis genannte Maßnahmen, Umstände oder Kenntnisse gelten nicht als Insiderinformationen.

Mangelhaft ist bei allen Regelungen der zeitliche Aspekt gelöst worden, nämlich ab wann eine Information eine Insiderinformation ist und sie damit dem Verwertungsverbot unterliegt.

d) Instrumentarium gegen Insidergeschäfte

In Deutschland darf die Prüfungskommission bei dringendem Verdacht eines Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien von allen in Frage kommenden Personen Auskunft darüber verlangen, ob sie innerhalb eines bestimmten Zeitraumes Insidergeschäfte getätigt oder veranlaßt haben. Die Kommission hat keine Möglichkeit, die Angaben des verdächtigen Insiders auf ihre Richtigkeit und Vollständigkeit zu überprüfen. Die Maklerbücher stehen den Prüfern zu Nachforschungszwecken nicht zur Verfügung.

In den USA und in Frankreich müssen die Direktoren und Großaktionäre ihren Effektenbesitz offenlegen. Da in diesen Ländern eine gesetzliche Insiderregelung besteht, ist die Pflicht zur Offenlegung von seiten der Behörden rechtlich durchsetzbar. In Frankreich werden darüber hinaus jährlich Aktionäre mit mehr als 5 Prozent Beteiligung am Aktienkapital der Gesellschaft öffentlich bekanntgegeben.

In Großbritannien wird das Instrumentarium noch um die Registrierungspflicht der "directors" erweitert: Bei jeder Gesellschaft ist ein Verzeichnis zu führen, in das jede Transaktion eines Direktors chronologisch einzutragen ist. Bemerkenswert ist, daß das Register der Öffentlichkeit zur Einsichtnahme zur Verfügung steht.

e) Sanktionen

Sein Recht erlangt der geschädigte Outsider bei der amerikanischen Regelung am besten. Die Sanktionen reichen vom Herausgabeanspruch auf erzielte Gewinne über Schadensersatz bis zur Rückgängigmachung des Geschäfts.

Die britische und französische Regelung sehen Geld- und Haftstrafen für den Insider vor; der geschädigte Effektenbesitzer geht allerdings leer aus.

Die deutschen Insider-Regeln verschaffen lediglich der Gesellschaft, deren Wertpapiere Gegenstand von Insidergeschäften sind, einen Herausgabeanspruch gegen den Insider auf erzielte Vermögensvorteile. Strafrechtliche Maßnahmen gegen den Insider sind, da sie dem Prinzip der Freiwilligkeit widersprechen, nicht vorgesehen. Der Geschädigte hat, ebenso wie in England und Frankreich, das Nachsehen.

B. Schutzmöglichkeiten für Aktionäre
(aktienrechtliche Anlegerschutzvorschriften)

Im bisherigen Verlauf der Arbeit wurde gezeigt, ob und wie die Insider-Regeln das Publikum gegen den Mißbrauch von Informationen durch Insider schützen. Insoweit, als die Insider-Regelung Lücken aufweist, ist zu prüfen, ob es noch andere Vorschriften gibt, die Aktionäre in gleichem Maße schützen.

I. Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat bei Pflichtverstößen

a) Die Haftung des Vorstandes bei Pflichtverstößen

Wie bereits erörtert wurde, gehören zu dem engeren Kreis der Insider im besonderen die Mitglieder des Vorstandes ¹. Vorstandsmitglieder haften bei Verletzung der allgemeinen Sorgfaltspflicht sowie bei sonstigen Pflichtverletzungen der Gesellschaft auf Schadensersatz ². Voraussetzung dafür, daß ein solcher Anspruch sich überhaupt durchsetzen läßt, ist im wesentlichen zweierlei:

- Der Vorstand muß seine allgemeine Sorgfaltspflicht - schuldhaft - verletzt haben,
- der Vorstand muß gegen eine der im Aktiengesetz genannten Pflichten verstoßen haben.

Ob und inwieweit Insiderverstöße eines Vorstandsmitgliedes unter diese allgemeinen oder speziellen Pflichten fallen, ist nicht zweifelsfrei zu beantworten.

Als Anhaltspunkt könnte der Maßstab für die dem Vorstand auferlegte Sorgfaltspflicht dienen. Der Vorstand hat nämlich eine Treuepflicht nicht nur gegenüber der Gesellschaft, sondern auch gegenüber ihren Aktionären und ihren Mitarbeitern, wobei er das Wohl der Allgemeinheit im Auge zu behalten hat ³. Bei dieser Interpretation ⁴ der Sorgfaltspflicht eines Vorstands-

¹ Vgl. S. 59 dieser Arbeit

² Vgl. § 93 Abs. 1 und Abs. 2 AktG

³ Vgl. Schilling, Wolfgang, in: Großkommentar AktG, Berlin-New York 1973, § 93 Anm. 10

⁴ So auch Hefermehl, Wolfgang, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff: Aktiengesetz, München 1973, § 93 Rdn. 10

mitgliedes ist der Aktionär klar mit einbezogen. Die Interessen der Gesellschaft und die Interessen des Aktionärs¹ werden als gleichgewichtig anerkannt. Der Vorstand hat die schwierige Aufgabe, die verschiedenen Interessen², die sich durchaus überschneiden können, eigenverantwortlich gegeneinander abzuwägen; sofern er seinen Ermessensspielraum nicht dadurch mißbraucht, daß er die eine oder die andere Seite bevorzugt, wahrt er seine Sorgfaltspflicht³.

Wenn man den Umfang der Sorgfaltspflichten der Vorstandsmitglieder entsprechend weit zieht und sich der Auffassung von Renner⁴ anschließt, daß man die Anlegerinteressen, die sich aus der Kapitalüberlassung an die Gesellschaft ergeben, als mittelbar eigene Interessen der Gesellschaft anerkennt⁵, so verletzt der Vorstand seine Sorgfaltspflicht dann, wenn er Insiderkenntnisse zum Nachteil von Aktionären verwertet.

Also stellt sich sogleich die Frage nach dem Schadensersatz für die betroffenen Aktionäre. Das Aktiengesetz regelt ausschließlich die Verantwortung gegenüber der Gesellschaft. Dem einzelnen Aktionär hingegen stehen danach keine Ansprüche gegen Vorstandsmitglieder auf Schadensersatz zu⁶. Auf die für eine Schadensregulierung notwendigen Beweisschwierigkeiten braucht daher nicht näher eingegangen zu werden.

1 Die sich in dem hier interessierenden Zusammenhang unter dem Begriff "Anlegerinteressen" zusammenfassen lassen; Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 152

2 Vgl. zu den verschiedenen Trägern von Unternehmensinteressen innerhalb eines Großunternehmens Steinmann, Horst: Das Großunternehmen im Interessenkonflikt, Stuttgart 1969, S. 178 ff.

3 Vgl. Schilling, Wolfgang: a.a.O., § 93 Anm. 10

4 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 152

5 Zum Handeln des Vorstands einer Aktiengesellschaft im Interesse der Aktionäre vgl. Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, 2. Aufl., Opladen 1971, S. 152 ff.; Präferenzen der Aktionäre behandelt auch Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., 2. Aufl., Berlin-Heidelberg-New York 1969, S. 252

6 Von den Ausnahmefällen, in denen evtl. §§ 823 ff. BGB (Unerlaubte Handlung) in Frage kommen, sei hier abgesehen. Eine vertragliche Haftung dürfte in aller Regel ausscheiden, weil der Vorstand und der geschädigte Aktionär keine Vertragsparteien sind. Hierzu vgl. Holschbach, Ulrich: Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapierergeschäfte, in: NJW 1973, S. 2007

b) Die Haftung des Aufsichtsrats bei Pflichtverstößen

Ebenso wie die oben besprochenen Mitglieder des Vorstandes einer Aktiengesellschaft sind auch deren Aufsichtsratsmitglieder als Insider anzusehen ¹. Sinngemäß sind die Vorschriften hinsichtlich Sorgfaltspflicht und Verantwortung des Vorstandes auch auf die Aufsichtsratsmitglieder anzuwenden ².

Eine Haftung des Aufsichtsrates kann nur dann gegeben sein, wenn ihn einerseits ein Verschulden trifft, andererseits dieses Verschulden ursächlich für einen ziffernmäßig bestimmbaren Schaden ist. Hier beginnt die Problematik. Denn bei Insidergeschäften geht es bekanntlich häufig nicht um der Schadenshöhe nach genau fixierbare Geschäfte. Es liegen vielmehr oft hypothetische Annahmen zugrunde, etwa folgende: Wie hätte sich der Börsenkurs im Verlauf entwickelt, wenn der Aufsichtsrat die richtigen Maßnahmen rechtzeitig ergriffen hätte? ³

Die Haftung des Aufsichtsrats besteht wiederum nur gegenüber der Gesellschaft und ersatzweise deren Gläubigern, nicht jedoch gegenüber den einzelnen geschädigten Aktionären ⁴. Diese gehen leer aus.

II. Verletzung der Verschwiegenheitspflicht durch Vorstand, Aufsichtsrat, Prüfer und/oder Gehilfe

Die gesetzlichen Vertreter der AG ⁵, deren Aufsichtsrat, die Prüfer sowie deren Gehilfen unterliegen der Schweigepflicht. Die Frage ist, ob und inwieweit diese Schweigepflicht ein Instrument zur Bekämpfung von Insider-Geschäften darstellt.

¹ Vgl. S. 59 dieser Arbeit

² Vgl. Schilling, Wolfgang: a.a.O., § 116 Anm. 1

³ Vgl. z.B. den in dieser Hinsicht aufschlußreichen Bericht über die Hauptversammlung der Maschinenfabrik Weingarten AG. "Was ist ein Aufsichtsrat wert, wenn er vom Vorstand nicht unterrichtet wird?" In: Blick durch die Wirtschaft vom 20.11.1971, S. 5

⁴ Auf die Ausnahme des § 117 AktG soll hier nicht näher eingegangen werden.

⁵ Und die Komplementäre der KGaA

a) Der Begriff des Geheimnisses im Aktienrecht

Das Aktienrecht ¹ versteht unter Geheimnis der Gesellschaft praktisch alle auch für Insider-Geschäfte verwertbaren Tatsachen, z.B. Gegenstand, Verlauf sowie Ergebnisse von Vorstands- und Aufsichtsratsitzungen, Kredite bei Banken, Personalakten, Kundenkarteien, Beteiligungen usw. ² Allgemein formuliert und weit ausgelegt umfaßt der aktienrechtliche Geheimnisbegriff "unbekannte Tatsachen aus dem Bereich einer Aktiengesellschaft, die diese geheimhalten will und an deren Geheimhaltung sie auch ein Interesse hat." ³

Aus dieser Definition ergibt sich zweierlei: zum einen muß es sich um unbekannte Tatsachen handeln, d.h. um solche, die der Öffentlichkeit noch unbekannt sind. Hierunter fallen zweifellos Insiderinformationen. Zum anderen muß die Gesellschaft den Willen und das Interesse haben, die unbekannte Tatsache geheimzuhalten, um einen möglichen Schaden von der Gesellschaft abzuwenden. Beispiele hierfür sind die in den Insiderhandels-Richtlinien genannten Insiderinformationen ⁴, also etwa ein Übernahme- oder Abfindungsangebot, eine Kapitalerhöhung oder Kapitalherabsetzung usw. Mit Ulsenheimer ⁵ kann demnach festgestellt werden, daß Insiderinformationen die Voraussetzungen des aktienrechtlichen Geheimnisbegriffs erfüllen.

b) Die Verschwiegenheitspflicht des Vorstands

Vorstandsmitglieder haben "die Pflicht, den Mund zu halten, wenn das Interesse der Gesellschaft es fordert und soweit nicht das Gesetz ... zu reden gebietet." ⁶

¹ Vgl. § 404 Abs. 1 AktG

² Vgl. Klug, Ulrich, in: Aktiengesetz Großkommentar, Berlin-New York 1975, 4. Band, § 404 Anm. 4

³ Stebut, Dietrich v.: Gesetzliche Vorschriften gegen den Mißbrauch von Insiderinformationen, in: Der Betrieb 1974, S. 613

⁴ Vgl. S.84 ff. dieser Arbeit

⁵ Vgl. Ulsenheimer, Klaus: Zur Strafbarkeit des Mißbrauchs von Insiderinformationen, in: NJW 1975, S. 2001

⁶ Ritter, Carl/Ritter, Justus: Aktiengesetz, 2. Aufl., Berlin-München 1939, § 84 Anm. 2 d

Wer als Vorstandsmitglied ein Geheimnis der Gesellschaft unrechtmäßig an einen Dritten bekannt gibt ¹ oder unbefugt verwertet, d.h. es zu Spekulationsgeschäften ² ausnützt, kann für den Schaden haftbar gemacht werden.

Es dürfen demnach Vorstandsmitglieder Geheimnisse weder an Familienangehörige, Geschäftsfreunde oder Aktionäre weitergeben noch dürfen sie ihre Kenntnisse von Geheimnissen für eigene Zwecke verwerten ³. Zu denken ist insbesondere an die Aufwendungen für bestimmte Forschungsvorhaben ⁴, aus denen Schlüsse auf die Produktreife eines bestimmten Artikels gezogen werden könnten. Da jeder Aktionär gleichzeitig auch Aktionär oder Arbeitnehmer eines Konkurrenzbetriebes sein kann, wäre eine Auskunftserteilung an diesen Personenkreis mit Nachteilen für die berichtende Gesellschaft verbunden.

Ein anderes Beispiel ist die Weitergabe von Einzelheiten über die Zusammensetzung des Wertpapierbestandes einer Aktiengesellschaft. Aktualität gewinnt diese Frage gerade im Hinblick auf die Geschäftspolitik zahlreicher Kreditinstitute, die durch Engagements in schwer angeschlagenen ⁵ oder konkursreifen ⁶ Gesellschaften negative Publizität erlangt haben.

1 Vgl. § 404 Abs. 1 AktG

2 Im Sinne von Bereicherungs- oder Schädigungsabsicht

3 Vgl. Stebut, Dietrich von: a.a.O., S. 614. - Beides würde unter die unbefugte Offenbarung bzw. die unbefugte Verwertung von Geheimnissen fallen. "Beide Handlungsalternativen zusammen erfassen praktisch alle denkbaren mißbräuchlichen Verhaltensweisen von 'Insidern'." Ulsenheimer, Klaus: a.a.O., S. 2001. Anderer Ansicht Renner, Volker: a.a.O., S. 164

4 Auf den Zusammenhang von Gewinn und Forschungs- und Entwicklungskosten weist Zimmerer hin. Danach kann ein hoher Gewinnausweis durchaus bedeuten, daß das Unternehmen von Forschungs- und Entwicklungskosten der Vergangenheit zehrt. Vgl. Zimmerer, Carl: Industriebilanzen lesen und beurteilen, 6. Aufl., München 1978, S. 269

5 Zum Beispiel AEG

6 Zum Beispiel Beton- und Monierbau AG

Würde der Bankenvorstand die Verschwiegenheitspflicht nicht strikt einhalten, wären die Folge entweder weitere Kursverluste in dem Beteiligungspapier - der informierte Insider setzt seine Kenntnisse in Verkäufe an der Börse um - oder die Konkurrenz zieht Schlüsse über die Beteiligungs- und Geschäftspolitik.

Auf einen in diesem Zusammenhang interessanten und wichtigen Aspekt wird in der Literatur ¹ hingewiesen. In dem dort erwähnten Beispiel geht es um den Interessenkonflikt, in den ein Vorstand geraten kann. Es ist eine heutzutage sehr häufige Situation, daß das Vorstandsmitglied eines Kreditinstitutes Aufsichtsrat einer AG ist, die Kreditnehmerin dieser Bank ist ². Angenommen, der Bank-Vorstand erfährt während einer Aufsichtsratssitzung von der prekären Situation der Gesellschaft. Ist er gehalten, aufgrund seiner Vorstandspflichten ³ seine Informationen an sein Kreditinstitut weiterzugeben, auch auf die Gefahr hin, daß die AG in Zukunft vielleicht keine Kredite mehr erhält? Oder unterliegt der Bankier der Verschwiegenheitspflicht als Aufsichtsratsmitglied? ⁴ Der Zielkonflikt ⁵ tritt offen zutage. Ulsenheimer ⁶ verneint zutreffend das Recht des Bankiers auf Weitergabe der Information an sein Kreditinstitut, um es vor Schaden zu bewahren ⁷.

1 Vgl. Ulsenheimer, Klaus: a.a.O., S. 2002. Zur Interessenkollision zwischen Effekten- und Kreditgeschäft vgl. auch Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 1. Teil, a.a.O., S. 80 f.

2 Vgl. zur Verflechtung der Verwaltungen: Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1973, Hrsg. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf 1973, S. 1363

3 Vgl. § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG

4 Vgl. §§ 93 Abs. 1 Satz 2, 116 AktG

5 Vgl. zu den Möglichkeiten der Ordnung von Zielen Heinen, Edmund: Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966, S. 89 ff.

6 Vgl. Ulsenheimer, Klaus: a.a.O., S. 2002

7 In diesem Sinne wohl auch Stebut, Dietrich v.: a.a.O., S. 616, Fn. 37. - Hopt unterscheidet zwischen in der Unternehmenssphäre befindlichen Informationen (keine Weitergabepflicht an die Bank) und in der Bankensphäre befindlichen Informationen (Verwendungsmöglichkeit für die Effektenberatung). Vgl. Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, S. 473 ff.

Und auf einen anderen wichtigen Gesichtspunkt ¹ ist an dieser Stelle aufmerksam zu machen: das Vorstandsmitglied könnte sich im Interessenkonflikt befinden, ob es seine Insider-Informationen an seine Depotkunden weitergeben soll oder nicht. Nach Sinn und Zweck der Insiderregeln darf er es nicht, da er damit die Aktionäre, die seine Depotkunden sind, einseitig bevorzugen würde. In der Praxis dürfte den Regeln entsprechend auch verfahren werden. ²

c) Die Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats

Aufsichtsratsmitglieder unterliegen - das ergibt sich aus ihrer Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit ³ - der Schweigepflicht. Auch aus der Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft, ihren Aktionären und den Mitarbeitern der AG läßt sich die Geheimhaltungspflicht ableiten ⁴. Analog zu den Vorschriften über die Verletzung der Geheimhaltungspflicht bei Vorstandsmitgliedern ⁵ macht sich auch der Aufsichtsrat bei Verletzung der Schweigepflicht schadensersatzpflichtig und strafbar. Probleme könnten sich aus dem Betriebsverfassungsgesetz 1952 und den Mitbestimmungsgesetzen ergeben, aufgrund deren die Entsendung von Arbeitnehmern in den Aufsichtsrat dessen Homogenität aufhob ⁶. Die Vertreter der Arbeitnehmer (bzw. der Gewerkschaft) könnten der Versuchung ausgesetzt sein, Geschäftsgeheimnisse an den Betriebsrat (oder die Gewerkschaft) weiterzuleiten. Unterstützt wird diese Annahme durch folgende gewerkschaftsnahe Feststellung: "... (es) ergibt sich, daß die Verschwiegenheit die Ausnahme, die Befugnis zur Weitergabe von Informationen an Betriebsrat und Belegschaft die Regel

1 Vgl. Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, a.a.O., S. 1609

2 Vgl. die diesbezüglichen Äußerungen von Herrhausen, Vorstandsmitglied der Deutsche Bank AG, auf eine entsprechende Frage ("Unsere Anlageberater müssen sich ihr eigenes Bild machen.") Vgl. NN: Wir haben Macht, in: Der Spiegel vom 18.6.1979

3 Vgl. § 116 i.V.m. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG

4 Vgl. Meyer-Landrut, Joachim: Die Verschwiegenheitspflicht amtierender und ausgeschiedener Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der Aktiengesellschaft, in: Die Aktiengesellschaft 1964, S. 326

5 Vgl. § 404 AktG

6 Vgl. Rittner, Fritz: Die Verschwiegenheitspflicht der Aufsichtsratsmitglieder nach BGHZ 64, 325, in: Festschrift für Wolfgang Hefermehl, Hrsg. Robert Fischer u.a., München 1976, S. 365

ist." ¹ Dieser Gedanke wird konsequent weitergeführt, z.B. bei Abstimmungsverhalten im Aufsichtsrat: Die Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats werde keineswegs in Mitleidenschaft gezogen, wenn Äußerungen über das Abstimmungsverhalten einzelner Aufsichtsratsmitglieder nach außen dringen. Die erstrebte Wiederwahl als Arbeitnehmervertreter ist offensichtlich das anvisierte Ziel: "Denn allein die Beurteilung der nachprüfbaren Wahrnehmung ihrer Interessen durch ihre Repräsentanten im Aufsichtsrat in der Vergangenheit kann die Grundlage für die Wahlentscheidung der erneut Vertreter entsendenden Gruppe bilden." ²

In dem bekannten "Bayer"-Urteil ³ wird dagegen u.a. dreierlei deutlich herausgestellt:

- die Arbeitnehmer haben keine Sonderstellung innerhalb des Aufsichtsrats
- für die Arbeitnehmervertreter ist - wie für die Aktionärsvertreter - das Interesse des Unternehmens maßgebend (das nicht immer mit den Interessen der im Aufsichtsrat vertretenen Gruppen übereinstimmen wird)
- Richtlinien ⁴ können die sehr allgemein gehaltene Regelung des § 116 i.V.m. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG durch erläuternde Hinweise ausfüllen, um dem einzelnen Aufsichtsratsmitglied einen praxisnahen Anhalt zu geben, wann die Gefahr besteht, gesetzlich geschützte Geheimnisse zu verletzen.

Aus obigen Ausführungen ergibt sich zusammenfassend, daß grundsätzlich das Interesse des Unternehmens für Grad und Umfang der Verschwiegenheitspflicht maßgeblich ist. Das einzelne Mitglied des Aufsichtsrats hat in eigener Verantwortung sorgfältig abzuwägen, ob es zu schweigen oder zu reden hat ⁵.

In Richtlinien (oder Satzungen) kann vorgeschrieben werden, daß in einem solchen Fall - ein Aufsichtsratsmitglied will die Öffentlichkeit informieren - der Gesamtaufichtsrat vorher informiert werden muß. ⁶

¹ Pfarr, Heide M.: Die Verschwiegenheitspflicht der Aufsichtsratsmitglieder, in: Das Mitbestimmungsgespräch 1976, S. 53

² Ebenda. Kritisch dazu NN: Die Schweigepflicht der Aufsichtsräte, in: Handelsblatt 19.10.1976, S. 3. Auch Rittner wendet sich gegen das Argument, daß die Schweigepflicht dadurch eingeschränkt wird, daß die Aufsichtsratsmitglieder ihren Wählern Rechenschaft schuldig sind. Vgl. Rittner, Fritz: a.a.O., S. 380, FN 33

³ BGHZ 64, 325

⁴ Denkbar wären z.B. die Geschäftsordnung des Aufsichtsrats sowie Aufsichtsratsbeschlüsse. Vgl. Rittner, Fritz: a.a.O., S. 378

⁵ BGHZ 64, 327

⁶ Vgl. NN: Die Schweigepflicht der Aufsichtsräte, a.a.O., S. 3

Ob die Bestimmung des § 404 AktG ein wirksamer Schutz gegen Insider-Geschäfte ist, soll später untersucht werden.

d) Verschwiegenheitspflicht des aktienrechtlichen Abschluß-
Prüfers und/oder Gehilfen des Prüfers

Der Abschlußprüfer ist - ebenso wie der Vorstand und der Aufsichtsrat - Organ der Gesellschaft, "er ist in die Organisation der Gesellschaft eingegliedert." ¹ "Ihr beruflicher Einblick in die Interna des Unternehmens verleiht ihnen (den Abschlußprüfern, Anm. d. Verf.) eine besonders markante und dauerhafte Insiderposition." ² Er ist damit zur Verschwiegenheit ³ von Insiderinformationen verpflichtet, mit Ausnahme gegenüber dem einzelnen Vorstandsmitglied und dem Gesamtaufsichtsrat ⁴.

Von Völschau ⁵ wird eine in diesem Zusammenhang wichtige Frage hinsichtlich der Verantwortlichkeit des Abschlußprüfers aufgeworfen.

Bei dem dort untersuchten Problem geht es nicht um die Haftung Dritten gegenüber - also etwa den Outsidern -, sondern gegenüber einzelnen Mitgliedern des Vorstands und Aufsichtsrats. Inwieweit der Abschlußprüfer Dritten gegenüber haftet, soll weiter unten untersucht werden.

Völschau führt das Beispiel ⁶ an, daß ein Aufsichtsratsmitglied aufgrund falscher Beurteilung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens bei Spekulationen mit Aktien dieser Gesellschaft einen Schaden erleidet. Anscheinend ist der Abschlußprüfer für sein unrichtiges Gutachten haftbar; dem steht jedoch die Tatsache entgegen, daß nicht das einzelne Mitglied des Aufsichtsrats Berichtsempfänger ist, sondern der Aufsichtsrat als Kollegium. Das einzelne Aufsichtsratsmitglied erhält den Be-

1 BGHZ 16, 25; so auch u.a. Hueck, Götz, in: Kommentar zum Aktiengesetz, 13. Aufl., München 1968, § 163 Anm. 4

2 Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 74

3 Vgl. § 168 Abs. 1, 2 i.V.m. § 404 AktG

4 Vgl. Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred/Hueck, Götz: Aktiengesetzkomentar, 13. Aufl., München 1968, § 168 Anm. 4

5 Vgl. Völschau, Klaus: Die Verantwortlichkeit des aktienrechtlichen Abschlußprüfers, Diss. Hamburg 1966, S. 29

6 Vgl. ebenda

richt nicht in dem Sinne, daß es für sich Informationen daraus zu privaten Zwecken ziehen soll, sondern es erhält den Bericht in seiner Eigenschaft als Mitglied des Aufsichtsrats ¹. Selbstverständlich darf auch der Abschlußprüfer und/oder seine Gehilfen - ebensowenig wie das Aufsichtsratsmitglied - "Kenntnis von Tatsachen und Umständen, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden" ², für sich selbst nicht ausnutzen.

Der aktienrechtliche Abschlußprüfer kann grundsätzlich nur dann zu einer Haftung herangezogen werden, wenn er gegen seine Pflichten verstößt. Diese sind ³

- gewissenhafte und unparteiische Prüfung
- Verschwiegenheit
- keine unbefugte Verwertung von Geschäfts- und Betriebsgeheimnissen ^{4,5}.

1 Die Abschlußprüfer haben ihren Bericht dem Vorstand vorzulegen und dieser wiederum unverzüglich (§ 170 AktG) dem Aufsichtsrat. Vgl. Godin/Wilhelmi: Aktiengesetz, Bd. I, 3. Aufl., Berlin 1967, § 166 Anm. 4

2 Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1973, a.a.O., S. 58

3 § 168 Abs. 1 AktG. Für die Abschlußprüfer bestimmt § 168 Abs. 1 AktG, daß deren Gehilfen in gleichem Maß und Umfang haften und ebenso zur gewissenhaften und unparteiischen Prüfung sowie Verschwiegenheit verpflichtet sind.

4 Völschau beschreibt die "unbefugte Verwertung" an folgendem Beispiel: Ein Abschlußprüfer nimmt bei seiner Prüfung detaillierten Einblick in die Kostenstruktur der Gesellschaft A₁; er erfährt auf diese Weise ein Geheimnis der Gesellschaft. Danach prüft er die Gesellschaft A₂, die der gleichen Branche angehört, und stellt dabei fest, daß A₂ in Teilbereichen vergleichsweise kostengünstiger liegt. Dem Prüfer ist es jedoch untersagt, den Vorstand von A₂ auf diese Situation hinzuweisen oder ihm gar Zahlen aus dem Bereich von A₁ zu nennen; der Prüfer würde nämlich auf diese Weise seine Kenntnisse durch die Weitergabe unbefugt verwerten (§ 168 AktG). Vgl. Völschau, Klaus: a.a.O., S. 67

5 Claussen weist darauf hin, daß eine Ausnutzung von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen auch in einer auf die Prüfung folgenden kaufmännischen Betätigung des Abschlußprüfers gesehen werden kann. Es ließe sich der Standpunkt vertreten, daß auch Käufe und Verkäufe von Aktien der geprüften Gesellschaft durch den Abschlußprüfer untersagt sein sollen, soweit sich die Kauf- oder Verkaufsentscheidungen auf ausschließlich bei der Prüfung gewonnene Erkenntnisse stützen. Vgl. Claussen, Carsten P.: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2, 1. Lieferung, Köln-Berlin-Bonn-München 1971, § 168 Anm. 7

Wer hiergegen schuldhaft verstößt, ist wiederum ausschließlich der Gesellschaft gegenüber schadensersatzpflichtig. Geschädigte Aktionäre hingegen können aus dieser Vorschrift keine Ansprüche herleiten.

Zum Schutz der einzelnen Aktionäre wäre eine weitere Vorschrift des Aktiengesetzes denkbar, nämlich die Verletzung der Geheimhaltungspflicht¹. Diese stimmt jedoch inhaltlich weitestgehend mit den oben genannten Pflichten der Prüfer überein. Da diese ausschließlich dem Schutze der Gesellschaft dienen, ist zu folgern, daß die Strafvorschrift des § 404 AktG nicht für Ansprüche des (einzelnen) Aktionärs anzusehen ist.

Inwieweit das kodifizierte Ständesrecht eine ausreichende Sicherung gegen Ausnutzung den Prüfern bekannt gewordener Informationen bietet², soll später erörtert werden.

e) Lösungsversuch

Aus den bisherigen Erörterungen ergibt sich, daß die Verschwiegenheitspflicht, oder anders formuliert, die Nichtweitergabe von Insiderinformationen für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie Abschlußprüfer und deren Gehilfen gesetzlich geregelt ist. Fraglich ist jedoch, inwieweit diese, sich auf das Aktiengesetz stützende Regelung, der Verhinderung von Insidergeschäften und damit dem Schutz des Aktionärs dient.

Auf den ersten Blick erscheint der Wortlaut des § 404 AktG³ ermutigend.

1 § 404 AktG

2 In diesem Sinne Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, a.a.O., S. 1609. Ablehnend Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 117, FN 106, weil Disziplinarregeln dem Geschädigten nichts nützen.

3 § 404 Abs. 1 AktG lautet: "Mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer ein Geheimnis der Gesellschaft, namentlich ein Betriebs- oder Geschäftsgeheimnis, das ihm in seiner Eigenschaft als

1. Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats oder Abwickler

2. Prüfer oder Gehilfe des Prüfers bekanntgeworden ist, unbefugt offenbart."

§ 404 Abs. 2 AktG lautet: "Handelt der Täter gegen Entgelt oder in der Absicht, sich oder einen anderen zu schädigen, so ist die Strafe Freiheitsstrafe bis zu zwei Jahren oder Geldstrafe. Ebenso wird bestraft, wer ein Geheimnis der in Abs. 1 bezeichneten Art, namentlich ein Betriebs- oder Geschäftsgeheimnis, das ihm unter den Voraussetzungen des Absatzes 1 bekanntgeworden ist, unbefugt verwertet."

Diese Vorschrift enthält jedoch - und das ergibt sich bei genauerem Studium - zwecks Verhinderung verbotener Insidergeschäfte zwei entscheidende Nachteile.

Zum einen wird die Tat nur auf Antrag der Gesellschaft verfolgt ¹. Es ist wenig wahrscheinlich, daß die Gesellschaft gegen einen verdächtigen Insider, der ihrem Vorstand oder Aufsichtsrat angehört bzw. der ihren Abschluß prüft, gerichtliche Schritte unternimmt. "Es liegt auf der Hand, daß dabei die Rücksichtnahme auf den Insiderkollegen - der Strafantrag ist durch den Vorstand bzw. den Aufsichtsrat zu stellen - die Vorschrift weitgehend entschärfen dürfte." ² Und aus einem weiteren Grund wird sich die Gesellschaft kaum zu einer Strafverfolgung durchringen: Es ist durchaus denkbar und wahrscheinlich, daß bei einem Prozeß Tatsachen an die Öffentlichkeit gelangen, die der Gesellschaft einen größeren Schaden zufügen könnten, als es der Insider vermochte ³.

Zum anderen ergibt sich aus der Interpretation des § 404 Abs. 3 AktG, daß ausschließlich die Gesellschaft antragsberechtigt ist. Der geschädigte Aktionär hat keine Möglichkeit, auf diesem Wege gegen Insider in Gestalt von Vorstand, Aufsichtsrat oder Abschlußprüfer (bzw. Gehilfe) vorzugehen. Als Ergebnis bleibt demnach festzuhalten, daß bei Verletzung der Geheimhaltung von Insiderinformationen durch Gesellschaftsorgane das Aktiengesetz dem geschädigten Aktionär keinen Schutz bietet. ⁴

III. Auswahl und Bestellung der Abschlußprüfer

Die Bedeutung, die den Abschlußprüfern in bezug auf Gesellschaftsinterna zukommt, wurde bereits dargestellt.

Die Auswahl der Abschlußprüfer sowie deren Bestellung ist deshalb aktienrechtlich ⁵ ausführlich geregelt. Inwieweit sich

1 Sog. Antragsdelikt, vgl. § 404 Abs. 3 AktG

2 Renner, Volker: a.a.O., S. 158

3 So auch Stebut, Dietrich v.: a.a.O., S. 615

4 Allenfalls der geschädigten Gesellschaft, wenn eine Strafverfolgung im Interesse des Unternehmens liegt.

5 §§ 164, 163 AktG

hieraus Erkenntnisse für eine Insiderregelung und den Aktionärsschutz ableiten lassen, soll im folgenden näher erläutert und geprüft werden.

a) Auswahl ¹ der Abschlußprüfer

Nur Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften können Abschlußprüfer sein. In der Wirtschaftsprüferordnung (WPO) ² wiederum wird festgestellt, welche Voraussetzungen ³ für die Berufsausübung von Wirtschaftsprüfern erfüllt sein müssen und welche Rechte und Pflichten ⁴ Wirtschaftsprüfer haben. Die Definition des Begriffs "Wirtschaftsprüfer" ist wenig aussagekräftig: "Wirtschaftsprüfer ist, wer als solcher öffentlich bestellt ist." ⁵ Weiter führen hingegen die Standespflichten. Der Wirtschaftsprüfer hat sich jeder Tätigkeit zu enthalten, die mit seinem Beruf oder dessen Ansehen nicht vereinbar ist ⁶. Es liegt nahe, Insidergeschäfte sowie die Weitergabe von Insiderinformationen zu diesen Tätigkeiten zu zählen. Der Wirtschaftsprüfer ist als Abschlußprüfer geradezu prädestiniert für die Kenntnisnahme von Insiderinformationen. Er dürfte neben dem Vorstand zu den bestinformierten Personen der Gesellschaft gehören. Wenn sich Wirtschaftsprüfer aufgrund der ihnen vorliegenden Kenntnisse Vorteile - gleich welcher Art - verschaffen, erweisen die sich zweifellos als nicht des Vertrauens und der Achtung würdig, die ihr Beruf erfordert.

Das Standesrecht setzt hohe Anforderungen an die Qualifikation des Wirtschaftsprüfers. Über die Bestimmungen der Wirtschaftsprüferordnung hinaus verlangen einschlägige Richtlinien ⁷, daß der Wirtschaftsprüfer Kenntnisse, die er im Rahmen seiner Berufsausübung von geschäftlichen Entschlüssen oder Transaktionen eines Auftraggebers erhält, nicht für eigene Vermögensdispositionen nutzen darf.

1 § 164 AktG

2 BGBI. I, 24.7.1961, S. 1049 ff.

3 Vgl. §§ 5 ff WPO

4 Vgl. §§ 43 ff WPO

5 § 1 WPO

6 § 43 Abs. 2 WPO

7 Abs. IV Satz 3 der Richtlinien für die Berufsausübung der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer, festgestellt von der Wirtschaftsprüferkammer, Düsseldorf 1974, S. 15

Über den Pflichtenkatalog des Wirtschaftsprüfers, seine Verantwortlichkeit und seine aktienrechtliche Schadensersatzpflicht wurde bereits an anderer Stelle berichtet ¹.

b) Bestellung ² der Abschlußprüfer

Das Aktiengesetz schreibt zwingend vor, daß die Abschlußprüfer von der Hauptversammlung ³ zu wählen sind. Als Grund für die Institution der aktienrechtlichen Pflichtprüfung gilt die Auffassung, "daß der Gesetzgeber nicht mehr ein solches Vertrauen in die Kaufmannschaft (hatte), daß er es ihr überlassen hätte, eine den neuen Vorschriften gemäße Übung ohne die Mitwirkung eines unabhängigen Abschlußprüfers zu entwickeln." ⁴ Aus dem Gesetz geht aber weiter hervor, daß gegen einen so gewählten Abschlußprüfer ein Widerspruchsrecht besteht, wenn die Gründe für eine Ablehnung in der Person des Prüfers liegen. Ein solcher Grund wäre z.B. schon geringfügiger Aktienbesitz des Prüfers an der Gesellschaft oder ein schwerwiegender Vertrauensbruch des Prüfers ⁵ (z.B. Mißbrauch von Insiderinformationen) ⁶.

Welche Möglichkeiten der einzelne Aktionär hat, in einer solchen Situation gegen einen Prüfer vorzugehen, wurde bereits dargestellt ⁷.

Völschau schätzt die Auswirkungen dieser Vorschriften richtig ein: "In der Praxis bestimmt derjenige den Abschlußprüfer, der die Macht dazu hat ..." ⁸

¹ Vgl. S. 125 f. dieser Arbeit

² § 163 AktG

³ Auf Vorschlag des Aufsichtsrats (§ 124 Abs. 3 AktG); aber auch Aktionäre können Anträge stellen (§ 127 AktG)

⁴ Leffson, Ulrich: Die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, Düsseldorf 1964, S. 34

⁵ Vgl. Claussen, Carsten Peter: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, a.a.O.. § 163 Anm. 28, 29

⁶ Vgl. auch S. 124 dieser Arbeit

⁷ Nämlich nur der Vorstand und/oder der Aufsichtsrat als Gremium sowie Aktionäre mit zusammen mindestens 10 % des Aktienkapitals (oder 2 Mio DM Nennbetrag).

⁸ Völschau, Klaus: a.a.O., S. 17. Ähnlich äußert sich auch Zimmerer, Carl: Die Organe der AG und die Stellung des Wirtschaftsprüfers, in: NB 1966, S. 48

IV. Feststellung des Jahresabschlusses durch Vorstand und Aufsichtsrat

a) Die Stellung des Aktionärs

Die Reform des Aktiengesetzes in 1965 hatte u.a. das Bestreben, die Stellung des Aktionärs zu stärken, "im Grundsatz (soll) die ganze Novellierung des Aktienrechts unter der Voraussetzung stehen: Schutz des Aktionärs und größere Publizität!" ¹

Inwieweit die Vorschrift über die Feststellung durch Vorstand und Aufsichtsrat diese Forderung erfüllt, bleibt abzuwarten und bedarf einer kritischen Untersuchung. Von besonderem Interesse ist wiederum die Frage, welche Position der einzelne Aktionär einnimmt und welche Rechte gegen Informationsmißbrauch durch Insider er aus seiner Position eventuell herleiten kann.

Der Vorstand hat den von ihm aufgestellten Jahresabschluß ² den Abschlußprüfern zur Prüfung vorzulegen; der geprüfte Abschluß ist sodann unverzüglich vom Vorstand dem Aufsichtsrat zwecks Feststellung (= Billigung) zuzuleiten. Wenn der Aufsichtsrat den Jahresabschluß billigt, ist dieser festgestellt ³. Eine Mitwirkung des oder der Aktionäre ist bei diesem Verfahren nicht vorgesehen und damit unmöglich.

Eine andere Lage könnte sich ergeben, wenn Vorstand und Aufsichtsrat beschließen, die Feststellung des Jahresabschlusses der Hauptversammlung zu überlassen ^{4,5}. Von dieser an sich wünschenswerten Weiterentwicklung der "Aktionärsdemokratie" ist jedoch wenig Gebrauch gemacht worden.

¹ Deutscher Bundestag - 4. Wahlperiode - 184. Sitzung, in: Verhandlungen des Deutschen Bundestages, Bd. 58, S. 9216; vgl. Wilhelmi, Hans: Das neue Aktiengesetz, in: Die Aktiengesellschaft 1965, S. 153

² Genau genommen ist das der Entwurf des Jahresabschlusses.

³ § 172 Satz 1 Halbsatz 1 AktG

⁴ § 172 Satz 1 Halbsatz 2 AktG

⁵ Von dem Fall, daß der Aufsichtsrat den Jahresabschluß nicht billigt, soll hier abgesehen werden (§ 173 Satz 1 Halbsatz 3 AktG).

In einer - allerdings schon älteren - Untersuchung hat Junkermann¹ festgestellt, daß einerseits wohl eine Reihe namhafter Gesellschaften von dem Recht Gebrauch gemacht hat, der Hauptversammlung die Feststellung des Jahresabschlusses zu überlassen. Andererseits ist es der Verwaltung völlig unbenommen, ob sie selbst den Jahresabschluß feststellt oder nicht.

Einen ersten Einwand, der gegen die Übertragung der Feststellung an die Hauptversammlung spricht, nennt Mutze. Dieser bezweifelt die Eignung der Hauptversammlung, da sie "nur in beschränktem Umfang tätig werden kann und selten in der Lage ist, den Jahresabschluß sachkundig zu prüfen, da sie nur für eine kurze Zeitspanne zusammentritt und unter Umständen sich aus einer Vielzahl von Aktionären zusammensetzt, die einander unbekannt sind." ²

Ein weiteres Argument, das aus der Sicht der Verwaltung gegen die Überlassung der Feststellung durch die Hauptversammlung spricht, läßt sich unmittelbar dem Aktiengesetz entnehmen. Wenn nämlich die Hauptversammlung den Jahresabschluß feststellt, wird die Auskunftspflicht des Vorstands ungerechtfertigt³ erweitert: Er muß über die stillen Reserven⁴ Auskunft erteilen und über die Bewertungs- und Abschreibungsmethoden⁵. Das Auskunftsverweigerungsrecht gilt umgekehrt nur dann, wenn der Aufsichtsrat den Jahresabschluß feststellt. Die Konsequenz aus diesen "diskriminierenden" Vorschriften wird sein, daß noch weniger Verwaltungen als bisher sich dazu werden entscheiden können, die Feststellung des Jahresabschlusses der Hauptversammlung zu übertragen⁶.

1 Vgl. Junkermann, Alfred: Feststellung des Jahresabschlusses durch Verwaltung oder Hauptversammlung? In: Die Aktiengesellschaft 1966, S. 179

2 Mutze, Otto: Prüfung und Feststellung des Jahresabschlusses der Aktiengesellschaft sowie Beschlußfassung über die Gewinnverwendung, in: Die Aktiengesellschaft 1966, S. 177

3 Vgl. Junkermann, Alfred: a.a.O., S. 179

4 § 131 Abs. 3 Satz 3 AktG

5 § 131 Abs. 3 Satz 4 AktG

6 So auch Junkermann, Alfred: a.a.O., S. 179. Der Wunsch von Junkermann nach einer alsbaldigen Novellierung des § 131 AktG ist bisher nicht in Erfüllung gegangen.

Als Fazit hinsichtlich der Frage, ob sich die Position des einzelnen Aktionärs verbessert hat, läßt sich sagen: nur die Gemeinschaft der Aktionäre, wie sie sich in der Hauptversammlung zusammenfindet, hat unter Umständen die Möglichkeit, den Abschluß zu billigen oder zu ändern. Die Aktionärsgemeinschaft hat jedoch keinerlei Einfluß darauf, ob sie selbst überhaupt den Abschluß feststellt oder nicht; die Entscheidung darüber liegt im ausschließlichen Ermessen der Verwaltung. Die Stellung des Aktionärs wurde nicht gestärkt, sondern eher geschwächt. Der Insiderschutz wurde nicht verbessert, er stagniert.

b) Insidervorteile von Vorstand und Aufsichtsrat

Die Aktionäre sind während des laufenden Geschäftsjahres auf die Zwischenberichte und die Hauptversammlung angewiesen, wenn sie sich aus erster Hand informieren möchten. Sichern jedoch vor dem letztgenannten Termin, etwa nach der Bilanz-Pressekonzferenz oder einer sich anschließenden Aufsichtsratssitzung, Interna durch, die Anlaß zu Spekulationen geben könnten, so hat der Aktionär erst auf der Hauptversammlung ein Auskunftsrecht vom Vorstand. Er kann ihn beispielsweise fragen, wie er sich die auffallend hektischen Kursbewegungen der Aktie seiner Gesellschaft erklärt und ob diese unter Umständen mit der wirklichen Ertragslage der Gesellschaft im Zusammenhang stehen könnten.

Der Aktionär kann also relativ detaillierten Aufschluß über die tatsächliche Ertragslage verlangen, und er wird von dessen Ergebnis die Entlastung der Verwaltung abhängig machen.

Kritisch ist der wichtige zeitliche Aspekt zu betrachten: Zwischen dem Ende des Geschäftsjahres und der Aufstellung des Jahresabschlusses dürfen gemäß Aktienrecht bis zu drei Monaten vergehen, weitere eineinhalb Monate dürfen bis zur Prüfung durch den Abschlußprüfer verstreichen. Der Aufsichtsrat wiederum hat ein bis zwei Monate Zeit, diesen Abschluß seinerseits zu prüfen. Spätestens acht Monate nach Ende des Geschäftsjahres hat endlich die Hauptversammlung bzw. die Veröffentlichung des Abschlusses stattzufinden. Die Problematik besteht

darin, daß der Aktionär während dieser langen Zeitspanne, das heißt unmittelbar nach Auftreten von Gerüchten oder Mutmaßungen, keine Möglichkeit hat, außerhalb der Hauptversammlung Informationen von der Verwaltung einzuholen. Diese Informationsweitergabe ist völlig in deren Ermessen gestellt; sie wird sich in aller Regel einer außerordentlichen Auskunftserteilung verschließen, weil nach dem Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre dann auch jeder andere Aktionär die gleiche Auskunft verlangen kann.

Die derzeitige gesetzliche Regelung benachteiligt also den nicht oder schlechter informierten Outsider.

Es erscheint theoretisch problematisch und praktisch nahezu unmöglich, Insider - Großaktionäre, Vorstand, Aufsichtsrat - und Outsider - der größte Teil der Aktionäre - informationsmäßig auf das gleiche Niveau zu stellen. Dazu ist es erforderlich, neue Wege zu gehen. Einer davon könnte der sein: Weg von den "traditionellen Jahresabschlüssen", hin zu einem grundsätzlich finanzplanorientierten Tableau oder zu einer retrospektiven beziehungsweise prospektiven Kapitalflußrechnung¹.

V. Übernahme- oder Abfindungsangebot, Eingliederung und Verschmelzung²

Kenntnisse von einem Übernahme- oder Abfindungsangebot, einer Eingliederung oder einer Verschmelzung sind nach den Insider-

1 Vgl. Fischer-Winkelmann, Wolf F.: Der Informationswert von "Cash-flow"-Analysen, in: Österreichisches Bank-Archiv 1973, S. 366

2 In einer älteren, teilweise durch das Aktiengesetz von 1965 überholten Darstellung wird die "Unternehmensgestaltung" ausführlich betriebswirtschaftlich behandelt von Beckmann, Liesel/Pausenberger, Ehrenfried: Gründungen, Umwandlungen, Fusionen, Sanierungen, Wiesbaden 1961, S. 35 ff. - Zur Konzentration speziell im Kreditwesen u.a.: Hahn, Oswald: Die Bankenkonzentration - Schicksal oder Scheinproblem? In: Schweizer Banken in der Welt von morgen, Bankwirtschaftliche Forschungen, hrsg. vom Institut für Schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich und Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen, Bd. 21, Bern-Stuttgart 1975, S. 11 ff.; Siegmars, Jonas: Die Konzentration im österreichischen Bankwesen, in: Österreichisches Bank-Archiv 1968, S. 420 ff.

handels-Richtlinien Insiderinformationen¹.

Die Stellung des schutzbedürftigen Aktionärs soll nunmehr unter den Gesichtspunkten untersucht werden hinsichtlich seines Auskunftsrechts über die oben genannten vorgesehenen Maßnahmen unter Berücksichtigung der Interessenlage des Unternehmens. Der Vorstand hat jedem Aktionär in der Hauptversammlung - und nur dort - über Angelegenheiten der Gesellschaft - soweit es zur Beurteilung der Gegenstände der Tagesordnung erforderlich ist - Auskunft zu erteilen.²

a) Das Übernahme-³ oder Abfindungsangebot

Unternehmensverträge in der Art von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen⁴ können die Position außenstehender Aktionäre beeinträchtigen. Die Rechte dieser Aktionäre sollen im Aktiengesetz durch zwei Anordnungen gewährleistet werden: der Aktionär, der weiterhin der Gesellschaft angehören will, muß eine angemessene Ausgleichszahlung vom herrschenden Unternehmen erhalten⁵; will der Aktionär aus der Aktiengesellschaft ausscheiden, kann er verlangen, daß seine Aktien vom Großaktionär angemessen abgefunden werden⁶ (Übernahme- oder Abfindungsangebot).

Wie verhält es sich nun mit dem Auskunftsrecht des Aktionärs, damit er diese Bestimmungen richtig beurteilen kann? Jedem Aktionär ist auf Verlangen in der Hauptversammlung über die mit dem Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag wesentlichen⁷ Angelegenheiten Auskunft zu geben⁸. Das Gesetz

1 Vgl. § 2 Abs. 3c, d IHR n.F.

2 Vgl. § 131 Abs. 1 AktG

3 Zum Begriff vgl. Bess, Jürgen: Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote (Teil I), in: Die Aktiengesellschaft 1976, S. 169

4 § 291 AktG

5 § 304 AktG

6 § 305 AktG

7 Das Auskunftsrecht beinhaltet auch die wirtschaftliche Situation des Unternehmens, mit dem der Vertrag abgeschlossen werden soll. Vgl. Biedenkopf, Kurt H./Koppensteiner, Hans-Georg, in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 3 B, 1. Lieferung, Köln-Berlin-Bonn-München 1971, § 293 Anm. 19

8 § 293 Abs. 4 AktG

geht davon aus, "daß ein überwiegendes Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung eines Unternehmensvertrages niemals anzuerkennen ist." ¹ Wie stark hier die Stellung des Aktionärs ist, geht auch aus der Tatsache hervor, daß der Vertrag von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Einsichtnahme der Aktionäre auszulegen ist, ferner, daß jedem Aktionär unverzüglich eine Abschrift zu erteilen ist, daß der Vertrag in der Hauptversammlung auszulegen ist und daß der Vorstand ihn zu Beginn der Hauptverhandlung zu erläutern hat ².

b) Die Eingliederung

Die Eingliederung ³ steht im System der verbundenen Unternehmen zwischen dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sowie der Verschmelzung. Die Eingliederung einer Aktiengesellschaft in eine andere bewirkt, daß die eingegliederte Gesellschaft wohl rechtlich selbständig bleibt, sie intern aber in die Hauptgesellschaft eingegliedert wird.

Voraussetzung für eine Eingliederung ist, daß sich sämtliche Aktien der einzugliedernden Gesellschaft in Händen der zukünftigen Hauptgesellschaft befinden ⁴. Sodann sind Hauptversammlungsbeschlüsse des einzugliedernden Unternehmens sowie der zukünftigen Hauptgesellschaft erforderlich ⁵.

Das Auskunftsrecht der Aktionäre auf der letztgenannten Versammlung ist extensiv ⁶ zu handhaben. Denn "Sinn dieser Hauptversammlung ist es, daß den Aktionären bei der weitgehenden Haftung ⁷, die ihre Gesellschaft im Falle der Eingliederung eines anderen Unternehmens übernimmt, ein Mitspracherecht eingeräumt werden soll." ⁸ Der Umfang des Auskunftsrechts ist ähnlich weit gesteckt wie beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, insofern kann auf das dort Gesagte verwiesen werden.

1 Ebenroth, Carsten Thomas: Das Auskunftsrecht des Aktionärs und seine Durchsetzung im Prozeß, Bielefeld 1970, S. 62

2 § 293 Abs. 3 AktG

3 § 319 AktG. - Ein konkretes Beispiel findet sich bei Schubert, Werner/Küting, Karlheinz: Aspekte der aktienrechtlichen Eingliederung und Verschmelzung, in: Der Betrieb 1978, S. 122

4 § 319 Abs. 1 AktG. Die Ausnahme ist in § 320 AktG geregelt.

5 § 319 Abs. 1, 2 AktG

6 Vgl. Godin/Wilhelmi: Aktiengesetz, a.a.O., § 319 Anm. 4

7 § 322 AktG (Haftung der Hauptgesellschaft)

8 Ebenroth, Carsten Thomas: a.a.O., S. 70

c) Die Verschmelzung

Werden zwei oder mehrere Betriebe zu einer wirtschaftlichen und rechtlichen Einheit zusammengeschlossen, spricht man von einer Verschmelzung ¹ (= Fusion). Durch eine Verschmelzung ² wird erheblich in die Rechte der Aktionäre eingegriffen. Aus diesem Grund unterliegt die Verwaltung einer erweiterten Publizität in dem Sinne, daß der Verschmelzungsvertrag von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Information der Aktionäre auszulegen ist usw. ³. Hinsichtlich des Umfangs des Auskunftsrechts der Aktionäre gilt das bereits zum Übernahme- oder Abfindungsangebot bzw. zur Eingliederung Gesagte.

VI. Fazit

Die Untersuchung der aktienrechtlichen Anlegervorschriften sollte veranschaulichen, inwieweit diese Lücken der Insider-Regelung ausfüllen können.

Es zeigte sich, daß Mitglieder des Vorstands, des Aufsichtsrats und die Prüfer durchaus wegen Verletzung der Sorgfaltspflicht schadensersatzpflichtig werden können. Probleme ergeben sich jedoch bei der Ermittlung der Schadenshöhe sowie aus der Tatsache, daß Aktionäre - im Gegensatz zur Gesellschaft - nicht anspruchsberechtigt sind.

1 Aktienrechtliche Regelung s. §§ 339 ff. AktG. - Zu Begriff und Formen Beckmann, Liesel/Pausenberger, Ehrenfried: a.a.O., S. 63 ff.; Süchting, Joachim: Finanzmanagement, Wiesbaden 1977, S. 90 ff.

2 Wegen eines Beispiels für eine Verschmelzung vgl. Schubert, Werner/Küting, Karlheinz: a.a.O., S. 125. Die Autoren geben in einem Schaubild auch eine klare vergleichende Übersicht über Beherrschungsvertrag, Eingliederung und Verschmelzung nach dem Aktiengesetz.

3 Weitere Einzelheiten der Vorschrift vgl. § 340 Abs. 3, 4 AktG.

C. Position der Anleger aufgrund bereits vorhandener publizitätsorientierter Maßnahmen und anzustrebende Verbesserungen

Neben Insider-Regeln und Aktiengesetz gilt es weitere Maßnahmen zu diskutieren, die den Anleger vor Informationsmißbräuchen schützen können.

Inwieweit läßt die Publizität der Aktiengesellschaft das Entstehen von Informationsvorteilen zu? Kann die börsen- und aktienrechtliche Publizität vorhandene Informationslücken schließen? Welchen Grenzen hat sich der publizitätsinteressierte Anleger zu unterwerfen? Diese Fragen, die in erster Linie den Anleger im Sinne eines potentiellen Aktienkäufers und nicht so sehr den Aktionär interessieren, sollen im folgenden erörtert werden. Unter Anleger soll in diesem Zusammenhang ganz allgemein das Publikum am Kapitalmarkt verstanden werden.

Die Aktiengesellschaft will mit der Publizität dreierlei ¹ erreichen:

- dem Aktionär die Lage des Unternehmens zeigen, damit er seine Rechte sachkundig ausüben kann;
- das Publikum, das sich am Kapitalmarkt engagiert, aufklären, um ihm eine fundierte Entscheidung zu ermöglichen;
- die Öffentlichkeit derart informieren, daß sie sich ein Bild über die Gesellschaft, verglichen mit anderen branchengleichen Unternehmen, machen kann.

Die Interessen von Aktionär, Publikum und Öffentlichkeit werden sich selten decken. Dem Anleger geht es mehr um die zukünftigen Gewinnaussichten als um vergangene Gewinnrealisationen, er ist mehr an Vierteljahresberichten, der Umsatz- und Auftragsentwicklung und dem Ertragstrend interessiert als an dem detaillierten Zahlenwerk des abgelaufenen Geschäftsjahres ². Hierin liegt der Unterschied zu den Anforderungen an die Publizität als Mittel der Rechenschaftslegung für die Aktionäre ³.

¹ Vgl. Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: Publizität und Gewinnverteilung im neuen Aktienrecht, Frankfurt 1960, S. 11

² Vgl. Wiethölter, Rudolf: Die Publizitätsinteressen der Anteilseigner, in: Frankfurter Publizitätsgespräche, Hrsg. Carl Hans Barz u.a., Frankfurt 1962, S. 50. In diesem Sinne auch Stützel, Wolfgang: Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Die Konzentration in der Wirtschaft, Hrsg. Helmut Arndt, 2. Bd., Berlin 1960, S. 954 f. Nach Riebel ist es überhaupt sinnlos, den Periodengewinn bis auf den letzten Pfennig genau anzugeben, weil er immer nur eine wahrscheinliche Aussage sein kann, die nur dann richtig ist, wenn die bei seiner Errechnung zugrunde liegenden Erwartungen später auch eintreffen. Der Jahresabschluß ist nämlich nicht nur eine Vergangenheits-, sondern auch eine Zukunftsrechnung. Vgl. Riebel, Paul: Erwartungen, stille Reserven und materielle Genauigkeit der Jahresrechnung. Diskussionsbeitrag auf der Arbeitstagung der Schmalenbach-Gesellschaft 1958, in: ZfHf 1958, S. 477 f.

³ Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 76

I. Die börsenrechtliche Publizität

a) Die Zulassung von Effekten zum amtlichen Handel ¹

Die Anforderungen an eine börsenrechtliche Publizität kommen u.a. in der Zulassung ² von Wertpapieren zum amtlichen Börsenhandel zum Ausdruck. Die Zulassungsstelle ³ darf nämlich nur solche Emissionen zum Handel zulassen, bei denen "das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird." ⁴ Die Zulassung kann ohne Angabe von Gründen verweigert werden, wenn "erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden" ⁵ oder der Anleger offenbar übervorteilt wird sowie bei Unvollständigkeit der Emission. Bevor Wertpapiere zum amtlichen Handel eingeführt werden können, ist ein Börsenzulassungsprospekt zu veröffentlichen ⁶, der den zukünftigen Käufer über die für die Beurteilung des Wertpapiers wichtigen Daten informiert ⁷. Hierbei kann es sich natürlich immer nur um Angaben zu einem ganz bestimmten Stichtag handeln, die vom Zeitablauf schnell überholt sein dürften. Auch die Tatsache, daß die Zulassungsstelle noch weitere, über das Erfordernis des Börsengesetzes hinausgehende Unterlagen verlangen kann ⁸, ändert daran nichts.

1 Nähere Ausführungen zum ungeregelten und geregelten Freiverkehr s. S. 22⁹ ff., 67 dieser Arbeit

2 Zum Begriff der Zulassung vgl. Gericke, Horst: Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961, S. 73; ferner Hahn, Oswald: Merkblätter zur Vorlesung Finanzwirtschaft, Börse II, 1975/76, Blatt 25;

ders.: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 301 ff.

3 Aufgrund von § 36 Abs. 1 BörsG in Verbindung mit § 4 BörsG hat sich die Zusammensetzung und Wahl der Mitglieder der Zulassungsstelle nach der Börsenordnung der jeweiligen Börse zu richten. Siehe hierzu z.B. §§ 43 ff. Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse vom 13.10.1975 (Amtliches Kursblatt der Frankfurter Wertpapierbörse vom 31.10.1975 Nr. 210, S. 15).

4 § 36 Abs. 3b BörsG

5 § 36 Abs. 3c BörsG

6 Wegen der Prospektbefreiung s. § 39,40 BörsG und § 10 ZulBek.

7 § 38 Abs. 2 BörsG

8 § 13 Abs. 2 Bekanntmachung betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom 4.7.1910 (Zitierweise: Zul.VO)

Die börsenrechtliche Publizität könnte aktualisiert werden, wenn die Zulassungsstellen verpflichtet wären, von den Gesellschaften regelmäßig die Veröffentlichung von Zwischenberichten zu verlangen. Es ist jedoch Renner ¹ zuzustimmen, daß die Zulassungsstellen dazu nicht ermächtigt sind. Notwendig wäre dazu eine Änderung ihres Aufgabenbereichs, für die der Bundesrat zuständig ist ².

Für die Richtigkeit des Prospektinhaltes ³ haften der Emittent selbst sowie der Antragsteller ^{4,5}. "Ein Grund für die enge Prospekthaftung, die heute freilich in der Praxis, vom Abschreckungseffekt abgesehen, bedeutungslos und reformbedürftig ist, lag darin, seriöse Bankhäuser nicht durch ein zu hohes Haftungsrisiko vom Emissionsgeschäft abzuschrecken." ⁶

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß die börsenrechtliche Publizität bei der Zulassung von Effekten zum Handel verbesserungs- und erweiterungsbedürftig ist, um den heutigen Anforderungen des Anlegers zu genügen. Über entsprechende Vorschläge wird an anderer Stelle zu berichten sein.

b) Der Börsenzwang

1. Darstellung des Problems

Die bisher dargestellten publizitätsorientierten Maßnahmen lassen erkennen, daß eine Teilreform der Börse unerlässlich ist, um die Markttransparenz zu erhöhen und um unerwünschte Insider-Geschäfte zu verhindern oder wenigstens einzudämmen.

1 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 98 f.

2 § 44 Abs. 2 BörsG

3 Zum Prospekt vgl. die ausführliche Darstellung auf S. 246 ff. dieser Arbeit

4 § 5 Abs. 1,3 Zul.Bek.in Verbindung mit § 45 BörsG (Prospekthaftung). Wegen Prospektbetrug s. § 88 BörsG

5 In aller Regel die Hausbank oder das Hauskonsortium

6 Hopt, Klaus J.: a.a.O., S. 313

7 Vgl. S. 243 ff. dieser Arbeit

An der Börse werden "die Abschlüsse nicht unmittelbar zwischen den Kontrahenten getätigt, sondern eine Mittelperson (Kommissionär, Makler) sammelt Angebot und Nachfrage" ¹.

Der Aktienkäufer ist daher nicht in der Lage, "vor einem Kauf Informationen von einem konkreten Aktionär zu erhalten oder sich verbindliche Zusicherungen über die Eigenschaften der betreffenden Titel geben zu lassen." ²

Es muß also Zweck von Publizitätsmaßnahmen sein, die "potenziellen manipulationsbedingten Anlegerrisiken" ³ zu minimieren. Hierzu zählen in erster Linie die sog. "Nachweisrisiken", d.h. Risiken, die einerseits aus mangelhafter und unzutreffender Qualitätsbeschreibung von Effekten herrühren und die deswegen publizitätsbedingt sind, weil sie auf einem Informationsnachteil der Anleger beruhen ⁴ und andererseits aus der "weitgehend daraus erklärbaren Neigung von Anlegern, allerlei Gerüchten und Meinungen Glauben zu schenken, die geeignet sein könnten, solche Informationen zu ersetzen." ⁵

Es erhebt sich die Frage, ob die genannten Nachweisrisiken, die untrennbar mit dem Problem des Insider-Trading verbunden sind ⁶, durch den Börsenzwang beseitigt werden können.

1 Obst, Georg/Hintner, Otto: a.a.O., S. 609; vgl. auch die folgenden Ausführungen auf S. 135 ff., 174 dieser Arbeit

2 Wirz, Edwin: Effektenbörsen und Firmenpublizität, Diss. Zürich 1969, S. 55

3 Hanssen, Rolf A.: Aktienkursverlauf und Börsenzwang, Berlin 1976, S. 34

4 Vgl. ebenda, S. 35 f.

5 Schmidt, Hartmut: Börsenorganisation zum Schutze der Anleger, Tübingen 1970, S. 38

Der Verfasser spricht in diesem Zusammenhang von zwei verschiedenen Fällen: zum einen von informationsdifferenzbedingten Aktienwanderungen, die aufgrund über- bzw. untertreibender Berichterstattung der Emittenten von Insidern zu Outsideren bzw. umgekehrt wandern; zum andern von Fällen, in denen Effektenumsätze dadurch zustandekommen, daß Nicht-Emittenten ("nicht autorisierte Personen") erdachte, verbreitete und kursbeeinflussende Vermutungen und Gerüchte in die Welt setzen und dadurch Effekten von den verursachenden Insidern zu den ahnungslosen Outsideren wandern.

6 Vgl. Hanssen, Rolf A.: a.a.O., S. 36, FN 1

2. Der Börsenzwang - ein Lösungsvorschlag

Das Bundeswirtschaftsministerium plante bereits im Jahr 1966, die Konzentration aller Kundenaufträge in amtlich notierten Aktien an der Börse vorzuschlagen ¹. Der Gedanke, der hinter diesem Entwurf stand, war folgender: ² Zum einen sollte die Börse stabiler und der Markt verbreitert werden, zum anderen sollten die Kurse gegen Manipulation widerstandsfähiger gemacht werden; auch die "stille, und damit meistens zu Lasten der Kleinaktionäre gehende Bildung und Auflösung von Aktienpaketen" sollte erschwert werden.

Seit dem 1.7.1968 hat sich die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen freiwillig darauf geeinigt, alle Kundenaufträge in amtlich notierten Aktien (nicht Schuldverschreibungen!) über die Börse abzuwickeln, es sei denn, der Kunde erteilt eine anderslautende Weisung.

Auf den ersten Blick hin scheint diese Verfahrensweise den Befürwortern recht zu geben: Während der Kurswert der Aktienumsätze an den deutschen Börsen von 1960 bis 1967 jährlich durchschnittlich 6,5 Milliarden DM betrug, wurde er von 1968 bis 1974 auf jährlich durchschnittlich 16,6 Mrd. DM beziffert. "So ist unbestreitbar, daß die ab 1968 erzielten, auch im Vergleich mit den Haussejahren 1958 - 1960 hohen Börsenumsätze zu einem sehr beträchtlichen Teil aus der Überleitung der Kundengeschäfte zur Börse stammen", äußern sich mit Genugtuung Beyer-Fehling und Bock ³.

Diese Meinung kann nicht unwidersprochen bleiben. Hanssen hat ausführlich den Börsenzwang auf seine Effizienz hin empirisch untersucht, besonders im Hinblick auf die Markterweiterung und die Kursstabilisierung ⁴.

1 Vgl. "Pläne zur Verbesserung des Börsenwesens", abgedruckt in: Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 157

2 Vgl. ebenda

3 Vgl. ebenda, S. 30

4 Vgl. Hanssen, Rolf A.: a.a.O., S. 51 ff.

Nach Meinung von Hanssen¹ ist der im Anschluß an die Einführung des Börsenzwangs an den deutschen Börsen beobachtete Umsatzanstieg keineswegs auf dieses Reformverfahren zurückzuführen, sondern eher zufällig, "dem gegenüber erlaubt der im langfristigen Umsatzvergleich ermittelte Anstieg der durchschnittlichen monatlichen Gesamtumsätze durchaus die Schlußfolgerung, daß der Börsenzwang marktausweitende Effekte nach sich zieht." ²

Das zweite Erfolgskriterium für den Börsenzwang, die Kursstabilität, wird von Beyer-Fehling/Bock überhaupt nicht angesprochen, obwohl es sinngemäß zu den Leitgedanken des Referentenentwurfs gehörte. Die Ergebnisse von Hanssen zeigen deutlich den Mißerfolg des Börsenzwangs für die Kursstabilität: "Entgegen der verbreiteten Ansicht, der Börsenzwang erhöhe die Kursstabilität, führten alle vorgelegten Tests ... zu der gegenteiligen Aussage: Ausgehend von dem Stabilisierungskriterium "Verringerung der Kursschwankungen" hat der Börsenzwang keine Kursstabilisierung herbeigeführt, ist also unter diesem Kriterium ineffizient ³. Die Forderung von Schneiders nach Einführung eines Börsenzwangs ohne große Ausnahmeregelung, um die angestrebte Transparenz der Börsengeschäfte zu erhöhen ^{4,5}, geht damit ins Leere. Schneiders stützt seinen Vorschlag auf die - von ihm nicht bewiesene Behauptung - "daß eine stärkere Konzentration der Effektenumsätze an der Börse wesentlich zur Verbesserung der Kurswahrheit dienen würde" ⁶.

Diese Auffassung wurde jedoch von Hanssen treffend widerlegt.

1 Vgl. Hanssen, Rolf A.: a.a.O., S. 74

2 Ebenda

3 Vgl. ebenda, S. 227

4 Vgl. Schneiders, Günter: Anlegerschutz im Recht der Effektenkommission, Berlin 1977, S. 127

5 Auch Schwark vertritt die Auffassung, daß die Feststellung eines nicht manipulierten Börsenkurses von einem breiten und auf die Börse konzentrierten Markt abhängt; dieser sei "durch die freiwillige Umsatzkonzentration weitgehend in einem zufriedenstellenden Umfang erreicht." Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 43

6 Schneiders, Günter: a.a.O., S. 127

Tabelle 3: Wertpapierumsätze in der Bundesrepublik Deutschland und an den Börsenplätzen Frankfurt und Düsseldorf - 1978

Wertpapier-Gattung	Bundesrepublik Deutschland insgesamt		Börse Frankfurt		Börse Düsseldorf	
	Mrd.DM	%	Mrd. DM	%	Mrd. DM	%
Deutsche Aktien	34,12	39,22	12,9650	32,1	10.9965	36,7
Ausländ. Aktien	4,41	5,08	2,8256	7,0	1.2798	4,2
Deutsche festverzinsl. Wertpapiere	37,42	43,01	15,7196	39,0	15,6839	52,3
Ausländ. festverzinsl. Wertpapiere	11,04	12,69	8,8380	21,9	2,0342	6,8
Gesamt	86,99	100	40,3482	100	29,9942	100

Quelle: NN: Jahresbericht 1978, Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1979;
 NN: Frankfurt führend bei Auslandswerten, in: Börsen-Zeitung vom 27.2.1979, S. 5;
 NN: Bericht 1978, Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf, Düsseldorf o.J.

Tabelle 4: Struktur der Umsätze in festverzinslichen Wertpapieren - Börsenplatz Frankfurt - 1978

Deutsche festverzinsliche Wertpapiere			Ausländische festverzinsliche Wertpapiere		
	Mrd.DM	%		Mrd.DM	%
Insgesamt	15.7196	100	Insgesamt	8.8380	100
Bund, Bahn, Post	11,6033	73,81	DM-Anleihen	8,3079	94
Länder, Städte, Komm.Verbände	0,2212	1,41	Währungs-Anleihen	0,1157	1,31
Sonderinstitute	0,4406	2,80	Wandelanl.	0,3350	3,79
Industrie	0,2037	1,30	Sonst. (ausl. Opt.Anl. u. Opt.Sch.	0,0794	0,90
Pfandbriefe komm. Obl.	2,5632	16,31			
Wandelanl.	0,2365	1,50			
Sonst. (dt. Auslandsbonds, dt. Opt.Anl.; Opt.Sch.)	0,4511	2,87			

Quelle: NN: Jahresbericht 1978, Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1979

c) Aussetzung von Kursnotierungen

1. Vorkommen in der Praxis

Am 21.4.1980 wurde die Notiz für die Aktien der Glas- und Spiegelmanufaktur AG Gelsenkirchen Schalke ausgesetzt, da die Erhöhung des Abfindungsangebotes von 230 % auf 290 % noch nicht allgemein bekannt war.

Am 5.5.1980 wurde die Notierung für Gildemeister ausgesetzt, da eine für die Aktien dieses Unternehmens bewertungsrelevante Nachricht der Gesellschaft erwartet wurde. ¹

2. Gründe für die Kursaussetzung

Der Börsenvorstand kann die amtliche Notierung eines Wertpapiers vorübergehend oder auf unbestimmte Zeit aussetzen, "wenn dies, insbesondere zum Schutz des Publikums, geboten erscheint" ².

Initiator für diese Maßnahme wird in aller Regel das betreffende Unternehmen selbst bzw. die von diesem beauftragte Hausbank sein, die den Antrag bei der zuständigen Börse stellen. Sie werden das immer dann tun, wenn "gravierende, für die Bewertung der Aktie wesentliche Änderungen eintreten und diese dem breiten Publikum noch nicht bekannt sind" ³.

Mithin dient diese Maßnahme der Verhinderung des Informationsmißbrauches durch Insider. Der Kursaussetzung kommt dabei eine "Signalwirkung" zu, "sie dient dazu, den Anleger zu warnen und anzuzeigen, daß beim Emittenten Umstände eingetreten oder zu erwarten sind" ⁴, die kursrelevant und in der Öffentlichkeit noch unbekannt sind ⁵.

1 Nämlich der Eintritt eines neuen Großaktionärs in die Gesellschaft. Wegen näherer Einzelheiten vgl. NN: Gildemeister stockt auf, in: Börsen-Zeitung vom 6.5.1980, S. 4

2 § 22 Börsenordnung für die Bayerische Wertpapierbörse in ihrer Fassung vom 16.10.1975. Gleich oder ähnlich lautende Bestimmungen gelten auch an den übrigen deutschen Wertpapierbörsen.

3 NN: Regeln für das Aussetzen einer Kursnotierung, in: Handelsblatt vom 24.4.1978, S. 22

4 Ebenda

5 Sobald der Kurs ausgesetzt ist, erlöschen sämtliche laufenden Aufträge.

3. Die Problematik des 'timing' der Kursaussetzung

Entscheidend für Erfolg oder Mißerfolg der Kursaussetzung ist deren Zeitpunkt.

Wird nämlich der Termin zu früh angesetzt, kann es sein, daß die Notiz länger als unbedingt notwendig ausgesetzt wird, was die Funktion der Börse und die Fungibilität der Wertpapiere beeinträchtigen könnte. Noch problematischer wird es allerdings, wenn der Kurs zu spät ausgesetzt wird: In diesem Fall werden die Anleger erst dann informiert, wenn der Börsenkurs unter Umständen bereits Reaktionen gezeigt hat, oder - was in der Wirkung das gleiche ist - Insider bereits Informationsvorteile ausnutzen konnten ¹.

Eine Ideallösung für die Wahl des richtigen Zeitpunktes erscheint unter den gegebenen Umständen nicht in Sicht. Maßstab für die Entscheidung auf Kursaussetzung sollte ausschließlich die unverzügliche und vollständige Information der Öffentlichkeit sein.

d) Die börsenrechtliche Publizität beim Effektenkommissionsgeschäft

1. Das Problem der Effektenkommission

Im Gegensatz zu den rechtlichen Möglichkeiten und den Usancen an verschiedenen ausländischen Börsenplätzen ist der Anleger in Deutschland gezwungen, bei Kauf oder Verkauf von Wertpapieren Kreditinstitute einzuschalten. Diese können direkt mit ihren Kunden abschließen (Eigengeschäft) oder aber - was die Regel ist - als Kommissionär ² auftreten.

¹ Im Fall der Glas- und Spiegelmanufaktur scheint kein Insidermißbrauch vorgelegen zu haben. Bei Überprüfen der Kurse bis zu vier Wochen vor der Kursaussetzung schwankte der Kurs minimal zwischen 272 % und 280 %. Am Tag der Wiederaufnahme der Notierung (22.4.) war die Notiz 280 %, einen Tag später 290 %, also genau auf der Höhe des Abfindungsangebotes. Die Kurse der Gildemeister AG bewegten sich an der Düsseldorfer Börse von DM 69,50 (3.4.) unter Schwankungen bis auf -T 72,- (29.4.), -T 74,- (30.4., zwei Tage vor Kursaussetzung) und -T 77,- (2.5., Börsentag vor der Kursaussetzung). Bei Wiederaufnahme des Börsenhandels am 6.5. notierte die Aktie bei 83.- DM.

² Vgl. §§ 383 ff HGB. - Zur Stellung der Bank als Kommissionär vgl. insbesondere Hintner, Otto: a.a.O., S. 38 ff.

Gemäß den allgemeinen Geschäftsbedingungen der Banken, die für alle privaten Banken gleichlautend und verbindlich sind, führen die Banken Aufträge in amtlich gehandelten Wertpapieren ¹ als Kommissionär durch Selbsteintritt ² aus. Das bedeutet, daß der Kommissionär die Papiere, die er kaufen soll, als Verkäufer selbst liefert bzw. diejenigen, die er verkaufen soll, als Käufer dem Kunden selbst abnimmt. Kontrahent des Kunden ist demnach ausschließlich der Kommissionär und kein anderer Marktteilnehmer ³.

2. Das "Durchgriffsproblem"

Der Anleger steht hier vor dem sog. "Durchgriffsproblem". Dabei handelt es sich um folgendes: ⁴ Schließt der Kommissionär aufgrund eines Auftrages seines Kunden mit einem Insider ein Geschäft ab, und erleidet der Kunde infolge dieses Geschäftes einen Vermögensschaden, so hat er gegen den Insider keinerlei Zugriffsmöglichkeiten. Vier Gründe hindern den Anleger, seine Rechte - u.a. auf Schadensersatz - erfolgreich geltend zu machen:

- Der Anleger steht in keiner wie auch immer gearteten Beziehung zu der anderen Marktpartei bzw. zu deren Kommissionär. ⁵
- Sollte der Kommissionär des Anlegers vom Dritten arglistig getäuscht worden sein, kann ausschließlich der Kommissionär, nicht jedoch der Anleger das Geschäft anfechten.
- Es wird häufig nicht feststellbar sein, wer das dem Geschäft des Anlegers entsprechende Gegengeschäft abgeschlossen hat ⁶. Bei marktbreiten Papieren mit entsprechend hohen Umsätzen eine durchaus praxisnahe Überlegung ⁷.
- Durch die Institution des Inhaberpapiers ist eine lückenlose Kette vom Käufer zum Verkäufer (oder umgekehrt) nicht nachweisbar.

1 Nr. 29 Abs. 1 Satz 1 AGB 1976

2 § 400 HGB; der ausdrücklichen Anzeige nach § 405 HGB bedarf es nicht. - Über Ursprung und Geschichte des Selbsteintritts vgl. Schneiders, Günter: a.a.O., S. 73 ff.; Rasmus, Friedrich: Das Selbsteintrittsrecht des Effektenkommissionärs, Köln 1968, S. 4 ff.

3 Ob der Kommissionär ein Deckungsgeschäft (§ 401 HGB) abschließt oder nicht, bleibt ihm selbst überlassen. Er ist nicht verpflichtet, seinem Auftraggeber den Namen des Kontrahenten des Deckungsgeschäftes zu nennen. - Zur Wirtschaftlichkeit des Kommissionsgeschäfts vgl. Hahn, Oswald: Die Wettbewerbs- und Kostensituation im deutschen Bankwesen unter dem Aspekt der unterschiedlichen Gruppenzugehörigkeit und Unternehmungsgröße, Köln 1962, S. 123 ff.

4 Vgl. hierzu Bruns, Heiko: a.a.O., S. 65 ff.

5 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 22

6 Vgl. ebenda, S. 23

7 S. 148

3. Die Rechenschaftslegung des Kommissionärs

Die Pflicht zur Rechenschaftslegung des selbsteintretenden Kommissionärs beschränkt sich auf den Nachweis, daß bei dem berechneten Preis der zur Zeit der Ausführung der Kommission bestehende Börsen- oder Marktpreis eingehalten ist ¹.

"Diese Annahme ist unter der Voraussetzung der Funktionsfähigkeit der Börse zutreffend, muß aber praktisch gerade bei Insidergeschäften einzelner besser informierter Personen versagen." ² In diesem Sinne weist auch Tilly ³ darauf hin, daß diese Bestimmung nicht sehr praxisnahe ist, da der Kunde im börsenmäßigen Wertpapierhandel aus eigener Information meist keinerlei Kenntnis über die mögliche Preisgestaltung besitzt.

Der Kunde kann wohl mit Hilfe des Amtlichen Kursblattes den Einheitskurs des Schlußtages überprüfen und einen in seiner Abrechnung abweichenden Kurs bei seiner Bank reklamieren. Manipulationen zuungunsten des Kommittenten dürften bei dieser Art von Geschäften auszuschließen sein; der Einheitskurs dient dem Anlegerschutz vor Übervorteilung.

Probleme treten beim variablen Handel auf ⁴. Wertpapiere, die variabel gehandelt werden, müssen hierzu ausdrücklich zugelassen sein. Die Kurse während der Börsensitzung werden von den Partnern jeweils neu vereinbart, so daß im Verlauf der Börse für ein Papier ein Dutzend oder auch mehr Kurse - je nach Umsatztätigkeit - zustandekommen können. Der erste Kurs, auch Eröffnungskurs genannt, bietet kaum Anlaß zur Kritik. Sofern die Kundenaufträge bis Börsenbeginn vorliegen ⁵, werden sie zu diesem Kurs abgerechnet, den der Anleger ohne Schwierigkeiten dem Amtlichen Kursblatt entnehmen kann.

7 Dieses Argument ist natürlich nur dann von Bedeutung, wenn die verschiedenen Deckungsgeschäfte in ein und demselben Papier auch zu unterschiedlichen Kursen abgeschlossen wurden.

¹ § 400 Abs. 2 HGB

² Renner, Volker: a.a.O., S. 26

³ Vgl. Tilly, Wolfgang M.: a.a.O., S. 32

⁴ Vgl. hierzu Rasmus, Friedrich: a.a.O., S. 127 ff.; Tilly, Wolfgang M.: a.a.O., S. 74 ff.; Hintner, Otto: a.a.O., S. 131 ff.

⁵ Im variablen Handel bei Aktien über St-50- oder einem Vielfachen davon.

Schwierig wird die Situation für Aufträge, die im Laufe der Börsensitzung erteilt werden. Der Kunde weiß zwar, wann er seinen Auftrag erteilt hat, normalerweise vergeht jedoch etwas Zeit von der Abgabe des Auftrags bei der Bank und dessen Ankunft beim Kursmakler. Erschwerend kommt hinzu, daß die verschiedenen variablen Kursnotizen ohne Zeitangabe veröffentlicht werden, so daß der Kunde nicht feststellen kann, welcher Kurs seinem Auftrag ¹ entspricht. "So verbleiben für die eventuelle Möglichkeit unkorrekter Abrechnungen die Orders in variabel gehandelten Werten, die während der Börsenzeit ... erteilt werden, ohne daß die Ausführung zu einem bestimmten Kurs ... vorgeschrieben wird." ²

Der zeitliche Zusammenhang wird für den Anleger am schwierigsten erkennbar sein, wenn der Auftrag an einer auswärtigen Börse ausgeführt werden soll ³.

e) Die Entwicklung der Umsatzpublizität

Die Bedeutung, die die Publizität von Börsenumsätzen für den tendenziellen Ablauf des Börsengeschehens hat, steht heutzutage ⁴ wohl außer Zweifel. "Es nimmt daher nicht Wunder, wenn das Publikum eine möglichst umfassende Transparenz des Geschäftsablaufs an den Börsen wünscht und hierbei vor allem Daten fordert, die Aufschluß über den Vorgang der Preisbildung geben können." ⁵

Den Zusammenhang zwischen Börsenumsätzen und Kursentwicklung hat Büschgen ⁶ eingehend untersucht. Er ist dabei zu dem Ergebnis gekommen, daß der Anleger durch Beobachten und Verfolgen der Börsenumsätze über einen längeren Zeitraum hinweg wertvolle Schlüsse für seine Anlageentscheidungen ziehen kann. "Wenn man die Kurs- und Umsatzbeobachtungen in Form einfacher

1 Das gilt natürlich nur für unlimitierte Aufträge.

2 Rasmus, Friedrich: a.a.O., S. 129. Rasmus weist auch darauf hin, daß selbst bei limitierten Orders der Kommissionär Spekulationsmöglichkeiten hat.

3 Vgl. ebenda, S. 130

4 Zu den kritischen Stimmen, die die Veröffentlichung von Börsenumsätzen für wertlos halten, vgl. u.a. Hesberg, Walter: Sind Börsenumsätze ein Tendenzbarometer? In: Kreditwesen 1962, S. 288

5 Kriebel, Horst: Börsenumsatzveröffentlichungen - ja oder nein? In: Die Aktiengesellschaft 1962, S. 71

6 Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 251 ff.

Korrelationskoeffizienten wiedergibt, erhält man ein brauchbares Instrument zur Beurteilung länger-, aber auch kürzerfristiger Börsentendenzen (z.B. über 10 Börsentage)."¹

Wie ist es nun um die Veröffentlichung der Börsenumsätze an den deutschen Börsen bestellt?

Bis Anfang 1969 wurden an vier deutschen Börsen² die Umsätze von ca. 30 Standardaktien nennbetragsmäßig börsentäglich veröffentlicht. Pressevertretern und zum Börsenhandel zugelassenen Kreditinstituten wurden auf Anfrage auch die Umsätze in sonstigen amtlich gehandelten Wertpapieren vom amtlichen Makler mitgeteilt³.

Mit Wirkung vom 2.5.1969⁴ wurde die Umsatzpublizität - wiederum auf freiwilliger Basis - erweitert. Der Beschluß der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen auf Anregung der Börsensachverständigenkommission ging dahin, die Umsätze von 40 Werten einheitlich an den bereits oben genannten vier Börsenplätzen⁵ zu veröffentlichen.

Ein Ausbau gegenüber der bisher geübten Publizität wurde vor allem durch folgende Maßnahmen⁶ erreicht:

-
- 1 Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.C., S.154. Beyer-Fehling/Bock beschreiben den Vorteil der Umsatzveröffentlichung folgendermaßen:
"Die Tiefe des jeweiligen Marktes wird sichtbar. Nur wer den normalen Umsatz der Aktie, die gekauft oder verkauft werden soll, an dem betreffenden Markt kennt, kann zweckmäßige Aufträge erteilen." Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 35. - In der Praxis stellt sich allerdings das Problem, daß die meisten Marktteilnehmer die Korrelationsrechnung nicht beherrschen.
 - 2 Frankfurt, Düsseldorf, Hamburg, München
 - 3 Wovon jedoch (bis dato) nur spärlich Gebrauch gemacht wurde, vgl. NN.: Vermehrte Angaben über Börsenumsätze, in: Bank-Betrieb 1969, S. 114
 - 4 Diese Umsatzpublizität war einer der Programmpunkte der Börsenreform. Vgl. hierzu Hahn, Oswald: Merkblätter zur Vorlesung Finanzwirtschaft, Börse II, 1975/76, Blatt 22
 - 5 Die Umsätze dieser vier Börsen machen etwa 90 % der Gesamtumsätze aus. Vgl. dazu Bremer, Heinz: Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, in: Wertpapiermitteilungen 1972, S. 899
 - 6 Vgl. NN.: Erweiterte Umsatzlisten an deutschen Wertpapierbörsen, in: Bank-Betrieb 1969, S. 193

- In den Umsatzangaben sind ebenfalls die Börsenumsätze der Freiverkehrsmakler mit den Kreditinstituten enthalten ¹
- Erweiterung der Anzahl der erfaßten Werte von 30 auf 40
- Die vier publizierenden Börsen veröffentlichen zusätzlich die Umsätze von 10 Regionalwerten, die in ihrem Einzugsbereich von besonderem Interesse für die Öffentlichkeit sind.

f) Veröffentlichung der Börsenumsätze (Umsatzpublizität)

1. Zweck

Die Verfasser des Referentenentwurfes des Bundeswirtschaftsministeriums erwarteten sich von der Veröffentlichung der Börsenumsätze aller amtlich notierten Aktien folgende Vorteile:

- es wird ersichtlich, welche Umsätze der Kursbildung zugrunde liegen und man gelangt zu einer besseren Einschätzung des Kurses
- der Auftraggeber kann erkennen, ob sein Auftrag von den durchschnittlichen Tagesumsätzen erheblich abweicht und den Kurs stark beeinflussen würde
- man erhoffte sich frühzeitige Anhaltspunkte über umfangreiche Käufe oder Abgaben
- Die Entwicklung der Börsenumsätze soll das "Börsenklima" anzeigen.

Wenn dieser angestrebte "Idealzustand" erreicht worden wäre, hätte das Informationsdefizit der Anleger eine entscheidende Verbesserung erfahren und man wäre dem Ziel einer "Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Börsen einerseits und des Verkehrsschutzes andererseits" einen großen Schritt nähergekommen. Insidern wäre insoweit ihr Informationsvorsprung genommen.

Im folgenden soll kurz untersucht werden, ob die oben genannten Vorteile inzwischen erreicht wurden und was gegebenenfalls zu ihrer Verwirklichung noch zu tun ist.

¹ Und soweit usancemäßig zulässig auch Kundengeschäfte, die als Direktgeschäfte zwischen Börsenmitgliedsfirmen ohne Einschaltung von Maklern ausgeführt werden und insoweit Freiverkehrsmakler-Umsätzen gleichzustellen sind. Vgl. Bremer, Heinz: Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, in: Wertpapier-Mitteilungen 1972, S. 899

2. Darstellung¹ und Kritik der bestehenden Regelung

i. Verbesserte Einschätzung des Kurses

Vorab sei festgestellt, daß die Umsatzpublizität, wie sie zur Zeit gehandhabt wird, lediglich die Tagesumsätze von ca. 40 amtlich notierten sog. "Standardwerten"² umfaßt. Wenn also behauptet wird, daß aus den Kursveröffentlichungen erkennbar ist, welche Umsätze einem bestimmten Kurs zugrunde liegen, so stimmt das in bezug auf die Standardwerte zur zum Teil. Für Neben- bzw. Lokalwerte³ gelten diese Publizitätshilfen nur sehr eingeschränkt, da der weitaus überwiegende Teil dieser Aktien keine detaillierte Umsatzveröffentlichung erfährt⁴. Anleger, die über diese Werte Umsatzzahlen wissen möchten, müssen sich zu diesem Zweck in aller Regel an ein (beliebiges) Kreditinstitut wenden, das über ihre Händler Zugang zu den Zahlen hat⁵. Der interessierte und informationsbedürftige Anleger wird hierdurch benachteiligt.

1 Vgl. hierzu auch die Ausführungen auf S.138 f. dieser Arbeit

2 Standardwerte sind Aktien, die sich durch folgende Eigenschaften von den übrigen Aktien auszeichnen:

- regelmäßige Umsätze
- Zulassung zum variablen Handel
- Kursentwicklung für die Börsentendenz maßgeblich

3 Neben- bzw. Lokalwerte sind Aktien, die nur einen begrenzten Interessentenkreis besitzen, häufig nur sporadische Umsätze verzeichnen, für die allgemeine Börsentendenz nicht ausschlaggebend sind und oft nur an einem einzigen Börsenplatz notiert werden (häufig im geregelten oder ungeregelten Freiverkehr).

4 Durch Beschluß der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen melden die 7 Börsen (ausgenommen Berlin) monatlich die Umsätze der Kurs- und Freimakler, getrennt nach Wertpapieren in- und ausländischer Emittenten, an die Bundesbank, die ihrerseits die Umsätze für die Gesamtheit aller 7 Börsen publiziert. Vgl. Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 110. Ferner Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte, Reihe 2, Wertpapierstatistik

5 Die Börsenmitglieder sowie die Pressevertreter sind berechtigt, die jeweiligen Tagesumsätze der nicht umsatzpublizierenden Werte zu erfragen; an den Börsen Stuttgart, Hannover, Berlin und Bremen ist über die Umsätze in allen Werten Auskunft zu erteilen. Hierzu vgl. Bremer, Heinz: Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, a.a.O., S. 899

handelten, marktengen Aktien noch wesentlich größer sind, sei hier nur am Rande vermerkt¹. Es wäre sinnvoll und wünschenswert, auch die Umsätze dieser Gesellschaften, etwa von einem bestimmten Aktienkapital an aufwärts, täglich zu publizieren². Dem häufig geäußerten Einwand, wer sich als Anleger im Freiverkehrshandel engagiere, sei ausgesprochen spekulativ orientiert und bedürfe keines besonderen Schutzes, kann nicht gefolgt werden. Jeder, der der Börse oder ihren Nebenmärkten Geld anvertraut, ist schutzbedürftig.

ii. Kursbeeinflussung von Aufträgen

Die zweite Behauptung im Referentenentwurf, der Auftraggeber könne aufgrund der Umsatzveröffentlichung erkennen, ob gerade sein Auftrag den Kurs beeinflusse, ist teilweise zutreffend. Kritisch ist jedoch anzumerken, daß die Umsatzveröffentlichung (natürlich) vergangenheitsbezogen ist, der Auftraggeber im vorhinein also nicht weiß, welche Aufträge seinem eigenen gegenüberstehen bzw. mit ihm parallel laufen. Er kann lediglich Schlüsse von der Vergangenheit in die Zukunft ziehen, die jedoch durchaus mehr oder weniger fehlerhaft sein können. Eine Abhilfe wäre die Aufteilung des Auftrags über mehrere Tage bzw. - soweit möglich - auf mehrere Börsenplätze.

-
- 1 Ein großer Teil der ausländischen Aktien wird auf diesen Märkten gehandelt, ohne daß sie deutschen Publizitätsvorschriften unterliegen; das trifft auch auf die bei uns amtlich notierten ausländischen Werte zu. Hopt macht für diese Fälle den begrüßenswerten Vorschlag, daß die Publizität an den öffentlichen Vertrieb der Effekten anzuknüpfen hat. Vgl. Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, S. 345 Fn. 242.
Eine im Februar 1970 durchgeführte Statistik ergab, daß von den durch die Kreditinstitute getätigten Aktienumsätzen 45 % als Kundengeschäfte über die Börsen und 10 % außerhalb der Börsen getätigt wurden. Der Rest von 45 % wurde im Freiverkehr abgewickelt. Vgl. hierzu Bremer, Heinz: Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, a.a.O., S. 899
 - 2 Bereits im Jahr 1969 wurde die Forderung erhoben, die Kurs- und die Freimaklerabschlüsse (ein großer Teil der Lokal- und Nebenwerte wird im Freiverkehr gehandelt) aller acht Börsenplätze durch eine für jedes Papier gemeinsame Umsatzziffer bekanntzugeben. Vgl. hierzu Schmidt-Wenzel, Dietmar: Kapitalmarktregelung und Börsenreform nach deutschem Recht, Diss. Würzburg 1969, S. 95

Dann hält sich die Wahrscheinlichkeit überdurchschnittlicher ¹ Kursausschläge in Grenzen. In der Praxis werden solche unlimitierten Aufträge mit dem Zusatz "interessewahrend" versehen, d.h. es liegt im Ermessen des als Kommissionär auftretenden Kreditinstitutes, den Auftrag ganz oder in Teilbereichen zur Ausführung zu bringen. Maßstab für dieses Vorgehen ist zum einen die Kursentwicklung in der betreffenden Aktie, zum anderen die Sorgfaltspflicht eines ordentlichen Kaufmanns, an die das Kreditinstitut aufgrund der Allgemeinen Geschäftsbedingungen gebunden ist.²

Grundsätzlich spielt diese Behauptung bei den Standardwerten nicht die Rolle, die ihr im Referentenentwurf beigemessen wird. Die Aufträge eines durchschnittlichen Normalanlegers bewegen sich üblicherweise in Größenordnungen maximal bis zu einigen Hundert Stück, die bei täglichen Umsätzen von bis zu einhunderttausend Stück und darüber kaum ins Gewicht fallen dürften. Viel wichtiger sind diese Beobachtungen und Erkenntnisse wiederum bei den - vom Referentenentwurf nicht angesprochenen - Neben- und Lokalwerten. Wenn ein Auftraggeber z.B. vierzig Stück einer bestimmten Aktie zu verkaufen hat und die durchschnittlichen Tagesumsätze in der jüngsten Vergangenheit täglich lediglich wenige Stück betrugen oder sogar Brief-Notierungen genannt wurden, dann kann sein Auftrag durchaus zu einem überdurchschnittlichen Kursrückgang in dem betreffenden Papier beitragen ³. Für den Kunden, der auf die jederzeitige Liquidierbarkeit seines Engagements durch die Börse vertraut, ist also die Informationsmöglichkeit über die tägliche Umsatzveröffentlichung von vorrangiger Bedeutung. Die Neben- und Lokalwerte dürfen von dieser Umsatzpublizität nicht länger ausgeschlossen bleiben.

1 z.B. mehr als 5 %, verglichen mit dem Einheits- oder Schlusskurs des Vortags.

2 Schwark betont in diesem Zusammenhang, daß bei der Abwicklung von Börsengeschäften der Grundsatz des Vorrangs von Kundeninteressen vor Eigeninteresse (§ 384 Abs. 1 HGB) durch gesetzliche Bestimmungen im einzelnen ausgefüllt werden sollte. Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz. Kommentar, a.a.O., S. 205

3 So auch Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 35, die folgendes feststellen: "Ein Vorteil der Umsatzveröffentlichung ist aber unbestreitbar. Die Tiefe des jeweiligen Marktes wird sichtbar." Die Autoren beziehen ihre Feststellung allerdings nur auf die amtlich notierten Werte.

iii. Frühzeitige Erkenntnisse aus veröffentlichten Umsätzen

Der dritte Aspekt des Referentenentwurfs, den es zu untersuchen gilt, ist die frühzeitige Erkenntnis von umfangreichen Käufen oder Verkäufen anhand der veröffentlichten Umsätze. Daß hier Wunsch und Wirklichkeit weit auseinandergehen, läßt sich zahlreichen Beispielen an der Börse entnehmen. Der ahnungslose Anleger konstatiert zwar oft, daß die Umsätze außergewöhnlich zugenommen haben, die Gründe für diese Umsatzveränderungen sind ihm im allgemeinen jedoch nicht bekannt und lassen sich für einen Außenstehenden auch nicht ermitteln. In solchen Fällen ist man meist auf Vermutungen angewiesen, die in der Mehrzahl der Fälle zu unzutreffenden Ergebnissen führen. Es ist noch nicht einmal sicher, ob hohe Umsätze in einem bestimmten Papier tatsächlich zu Konsequenzen hinsichtlich Ein- oder Austritts eines Mehrheitsaktionärs, Aufgabe einer Schachtelbeteiligung usw. führen. Es können z.B. auch Umschichtungen von Investmentfonds hinter diesen Operationen stehen. Ein Beispiel für viele¹ sei der gegenwärtige Kursverlauf der Aktie des Volkswagenwerks. Ständig sehr hohe Umsätze bei eher leicht anziehenden Notierungen - das allgemeine Kursniveau ist dagegen leicht abbröckelnd - sorgen für Interesse und Aufsehen. In der Öffentlichkeit ist jedoch bisher nicht bekannt, welche Ursachen diese Tatsache hat, die Umsatzveröffentlichungen geben also mithin keine Anhaltspunkte.

Es bedarf keiner besonderen Erwähnung, daß bei den umsatzmäßig weniger umfangreichen Neben- und Lokalwerten außergewöhnliche Umsatzbewegungen wesentlich interessanter als bei den Standardwerten sind. Hier ist besonders die Betrachtung des Aktienkapitals von Bedeutung und wieviel des meist - verglichen mit den großen namhaften Aktiengesellschaften - geringen Grundkapitals frei handelbar bzw. in festem Besitz ist.

Dem letzten Gesichtspunkt im Referentenentwurf kann wohl am meisten zugestimmt werden, nämlich der Auffassung, daß die Entwicklung der Börsenumsätze das "Börsenklima" anzeigen soll.

¹ Vgl. Tab. 5 dieser Arbeit

Tab. 5: Kursentwicklung und Tagesumsätze der VW-Aktie im Februar 1980 an der Frankfurter Wertpapierbörse

	1.2.	4.2.	5.2.	6.2.	7.2.	8.2.	11.2.	12.2.	13.2.	14.2.	15.2.	18.2.	19.2.	20.2.	21.2.
Kurs	178	180,8	178	177,8	178,3	179,3	180	176,5	178,5	184,5	183,5	182,1	184	186,8	186,5
Umsatz in Stück	4653	13028	13063	3662	6983	5285	10.346	7593	10541	40.356	17452	10976	13823	22803	24549

22.2.	25.2.	26.2.	27.2.	28.2.	29.2.
189,9	191,5	187,8	190,3	187,2	185,5
nicht erhält- lich	29019	24703	15374	72555	nicht er- hältlich

Es ist eine unbestrittene Tatsache, daß überdurchschnittliche Umsätze bei steigenden Kursen die Dauer und die Intensität der Aufwärtsbewegung verstärken (und umgekehrt). Entscheidend sind jedoch nicht die Umsätze eines einzelnen Börsentages, sondern diejenigen im Laufe einer ganzen oder gar mehrerer Wochen oder Monate. Hieraus lassen sich durchaus Schlüsse ziehen, "deren Treffsicherheit über der des Wahrsagens aus dem Kaffeesatz liegen und eher mit den Ergebnissen bei der Barometer-Beobachtung - die allerdings auch öfter fehlleiten - verglichen werden kann." ¹

3. Zusammenfassung

Aus dem Bisherigen läßt sich zusammenfassen: Die Umsatzpublizität ist ausbaufähig und verbesserungsbedürftig, ein großer Teil der nicht amtlich notierten Werte ist einzubeziehen, die im Referentenentwurf hochgesteckten Erwartungen haben sich nur teilweise erfüllt.

4. Verbesserungsvorschläge

Ein Verbesserungsvorschlag wäre, jeden veröffentlichten Kurs mit dem entsprechenden Umsatz und der Uhrzeit zu versehen. Der Anleger kann auf diese Weise der Tagespresse - bzw. noch früher dem Kursticker oder Stockmaster in den Räumen der Kreditinstitute - entnehmen, welcher Kurs seinem Auftrag zugrunde liegt, bei welchem Umsatz er zustandegekommen ist und ob er - aufgrund der Zeitangabe - ohne Verzögerung zur Ausführung gelangte. Anhand eines Beispiels sei aufgezeigt, wie es derzeit in der Praxis aussieht: Angenommen, ein Kunde erteilt seinem Kreditinstitut um 11.50 Uhr einen Auftrag zum Kauf von Stück -100 - der X-Aktie, unlimitiert. Der Kunde versucht am darauffolgenden Tag anhand des Amtlichen Kursblattes des betreffenden Börsenplatzes den ihm abgerechneten Kurs zu überprüfen. In unserem Beispiel finde er etwa zwischen 11.50 Uhr

¹ Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 35

und der Feststellung des Einheitskurses ¹ gegen 12 Uhr noch vier variable Notierungen mit steigender Tendenz, sein Auftrag wurde zum höchsten dieser Kurse abgerechnet. Der Kunde hat das Gefühl, "rasiert" worden zu sein, ohne etwas dagegen unternehmen zu können: Er weiß nicht, wann sein Auftrag zum Händler bzw. Makler gelangte, er hat ferner keine Information darüber, ob "seinem" Kurs ein besonders hoher kurstreibender Umsatz zugrunde lag ², und er kann nicht erkennen, warum sein Auftrag gerade bei diesem Kurs ausgeführt wurde. Diese Schwierigkeiten lassen sich mit dem oben genannten Vorschlag weitgehend eliminieren. Allerdings bliebe noch die technisch-organisatorische Seite zu lösen, die bei dem heutigen Massengeschäft - gerade auch an der Börse - nicht ganz problemlos ist ³.

Ein Vorschlag, der bereits 1969 vorgelegt wurde und bisher noch nicht realisiert wurde, darf an dieser Stelle wiederholt werden.

Lüthje ⁴ empfiehlt, daß die Börsenumsatzstatistik durch eine nach den diversen Limiten aufgegliederte Statistik ergänzt werden sollte, die nach Kauf- und Verkaufsaufträgen zu trennen ist. "So könnte in jedem Aktienwert die Kursbewegungstendenz sofort bestimmt werden." ⁵ Denn - und auch hier ist Lüthje zuzustimmen - die Information über vorliegende Kauf- und Verkaufsaufträge sowie limitierte Orders sagt über die Tendenz noch wesentlich mehr aus als die bloße Umsatzziffer.

1 Der zeitlich dadurch einzuordnen ist, daß die fortlaufenden Notierungen von der Einheitskursfeststellung durch zwei senkrechte Striche im Kursblatt getrennt sind.

2 Es werden nur die Gesamtumsätze in dem betreffenden Papier an der jeweiligen Börse veröffentlicht.

3 Die Börsen-Enquête-Kommission plante, die Börsenzeit in mehrere kleine Perioden einzuteilen, an deren Ende der Kommissionär die Ausführungen hätte melden müssen. Dies scheiterte aber aus technischen Gründen. Vgl. Tilly, Wolfgang M.: a.a.O., S. 177 Fn. 44. Tilly behauptet, daß aufgrund der fortgeschrittenen Nachrichtentechnik der Kursmakler nur noch einen sehr engen zeitlichen Spielraum für die Ausführung einer Order habe.

4 Vgl. Lüthje, Bernd: Die Funktionsfähigkeit der deutschen Aktienbörse, Göttingen 1970, S. 134

5 Ebenda, S. 134

Auch die Kurszusätze helfen nicht entscheidend weiter. "Die Ergänzung durch eine Auftragsstatistik ist möglich, wenn in allen Börsen Informationssysteme auf der Grundlage der Datenverarbeitung eingeführt worden sind, in die die Makler direkt die Kauf- und Verkaufsaufträge einspeichern für die Abrechnung." ¹

Dieses wohl seinerzeit noch bestehende technische Problem dürfte heute weitgehend gelöst sein ², so daß der Verwirklichung dieses Appells keine Hindernisse mehr im Wege stehen dürften. Denn bereits 1977 beinhaltete die technische Abwicklung der Börsengeschäfte mit Hilfe der EDV unter anderem folgende Arbeitsgebiete, die eine brauchbare Ausgangsbasis für die von Lüthje ergänzte Auftragsstatistik sein könnte: Eingabe der abgeschlossenen Geschäfte durch die Kursmakler, Erstellen und Drucken der Schlußnoten, Zusammenstellung des Maklertagebuches ³.

Aus dieser Aufzählung geht der Fortschritt der Börsentechnik hervor. Die Problematik der von Lüthje angeregten Statistik zwecks Steigerung der Transparenz und Abbau von Informationsvorteilen dürfte somit unschwer einer baldigen Lösung zugeführt werden können ⁴.

Das "Amtliche Kursblatt " beispielsweise, in dem die amtlichen Kurse veröffentlicht werden und dessen Herausgeber in Frankfurt die Maklerkammer ist, wird schon seit vielen Jahren mit Hilfe des Computers hergestellt ⁵. Der wesentliche Vorteil liegt hierbei im zeitlichen Aspekt: bereits zwei Stunden nach Börsenabschluß ist die Zeitung für jedermann erhältlich.

1 Lüthje, Bernd: a.a.O., S. 134

2 Vgl. zum Beispiel NN: Jahresbericht 1976 der Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1977, S. 23 ff.

3 Vgl. NN: Jahresbericht 1976 der Frankfurter Wertpapierbörse, a.a.O., S. 23

4 Zur sinnvollen Weiterentwicklung der EDV im Dienste der Information des Anlegers vgl. Schwarze, Hans-Joachim: Ein hohes Maß an Transparenz, in: Börsen-Zeitung vom 19.4.1980, S. 11

5 Zu den technischen Einzelheiten vgl. NN: Jahresbericht 1974 Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1975, S. 18 ff.

g) Die Publizität der außerhalb der Börse getätigten Umsätze

Bekanntlich können Umsätze zwischen Marktteilnehmern nicht nur in amtlichen Werten an der Börse getätigt werden, sondern auch im geregelten sowie im ungeregelten Freiverkehr (Telefonverkehr) ¹.

Selbstverständlich hat der Anleger auch beim Freiverkehrshandel ein legitimes Informationsinteresse, denn auch die dort gehandelten Werte stehen in der Regel innerhalb seines Anlagespektrums.

Umsatzveröffentlichungen finden bis heute nicht statt. Ein Insider hätte also gute Chancen, aufgrund seines Informationsvorsprungs gegenüber dem nicht-informierten Anleger Geschäfte außerhalb der Börse - selbst in amtlich notierten Werten - zu tätigen, ohne daß davon Kenntnisse - via Umsatz und/oder Preis - an die Öffentlichkeit gelangen.

Ohne nennenswerte Bedeutung ist die Umsatzpublizität bei Unternehmen, deren Kapital sich im Familienbesitz oder in festen Händen (z.B. Kommunen) befindet.

h) Die Erstattung von Zwischenberichten

Zwei gewichtige Stimmen forderten bereits Mitte der 60er Jahre die Herausgabe von Zwischenberichten börsennotierter Aktiengesellschaften: auf nationaler Ebene der Arbeitskreis zur Förderung der Aktie, gemeinsam mit der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen ² und im internationalen Be-

1 Auch der sog. Pakethandel gehört in den außerbörslichen Bereich.

2 Der genaue Wortlaut des gemeinsamen Aufrufes zur Zwischenberichterstattung ist abgedruckt bei Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 174 ff.

reich die Internationale Börsenvereinigung¹.

Was will die Zwischenberichterstattung und was ist bis heute erzielt worden?

Zunächst geht es - ebenso wie bei der Insiderregelung - prinzipiell darum, eine gesetzliche Regelung zu vermeiden; möglichst viele amtlich börsennotierte Aktiengesellschaften sollen zur freiwilligen Berichterstattung bewegt werden.

Über das Ziel einer Zwischenberichterstattung heißt es in dem Aufruf: "Eine umfassende und zeitnahe Berichterstattung über den Jahresbericht hinaus trägt entscheidend dazu bei, das Vertrauen zwischen Anleger und Aktiengesellschaft zu stärken, den Kreis der Aktionäre zu erweitern und damit langfristig die Eigenkapitalstruktur der deutschen Aktiengesellschaften zu verbessern."² Was den Zusammenhang zwischen Jahresabschluß, Zwischenbericht und Aktienmarkt anbetrifft, kommt Coenenberg in einer Untersuchung empirischer Ergebnisse zu dem Schluß, daß es als sicher gilt, daß Informationen schon während des laufenden Geschäftsjahres vor ihrer Bekanntgabe im Jahresabschluß einen erheblichen Einfluß auf die Aktienkurse besitzen. Als eine wesentliche Quelle wurden dabei die Daten der vierteljährlichen Zwischenberichte nachgewiesen.³

Wie sollte dieses oben genannten optimistisch formulierte Ziel erreicht werden? Der Aufruf enthielt einige Anregungen, nach denen der Zwischenbericht u.a. Angaben über folgende Umstände enthalten soll: Umsatzerlöse, Auftragseingänge, Auftragsbestand, Beschäftigtenzahl, Entwicklung der Ertragslage, Sonderereignisse u.a.m.

Der Zwischenbericht soll sich durch seine Aktualität vom Jahresabschluß unterscheiden. Dazu sind mindestens Halbjahresberichte, besser noch Quartalsberichte erforderlich. Erscheinen sollten sie nicht später als zwei Monate nach Beendigung des Berichtszeitraums.

1 Näheres ist abgedruckt bei Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., Anlage A, S. 411

2 Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 175

3 Vgl. Coenenberg, Adolf Gerhard: Jahresabschlußinformation und Kapitalmarkt. Zur Diskussion empirischer Forschungsansätze und -ergebnisse. Zum Informationsgehalt von Jahresabschlüssen für Aktionäre, in: ZfbF 1974, S. 657

Nach einer Anlaufzeit von 1 1/2 Jahren, in der der Aufruf "guten Erfolg" ¹ hatte, wurde den Emittenten und den Zulassungsstellen ein "Musterkatalog" anhand gegeben, der die Mindestanforderungen enthielt und das ganze Verfahren inhaltlich vereinheitlichte. Die "Regeln für die Beurteilung von Zwischenberichten börsennotierter Gesellschaften" ² (1970) ließen dennoch branchenbedingte Abweichungen zu, um eine gewisse Flexibilität zu gewährleisten.

Zieht man das Ergebnis der bisherigen Zwischenberichterstattung, so kann festgehalten werden:

- Die Regelung, Gesellschaften, die Zwischenberichte erstatten, in den Kursblättern besonders zu kennzeichnen (seit 1973), hat sich bewährt.
- 45 % der amtlich notierten Gesellschaften geben regelmäßig ausreichende Zwischenberichte; das entspricht 85 % des Aktienkapitals ³.
- Die kostenmäßige Belastung der Gesellschaften und der die Zwischenberichte versendenden Kreditinstitute hält sich in Grenzen.
- Zwischenberichte sind durchaus geeignet, auf Anleger bei ihrer Entscheidung für oder gegen eine bestimmte Anlage einzuwirken.
- Der Informationsabstand zwischen Insidern und nicht informierten Anlegern kann durch regelmäßige, aussagefähige Zwischenberichte verringert werden.

Trotz des insgesamt positiven Echos auf die Zwischenberichterstattung sowohl von seiten der Gesellschaften als auch von seiten der Anleger erscheinen Verbesserungen möglich, um noch mehr Gesellschaften zur Zwischenberichterstattung zu veranlassen und auf diese Weise den Grad der Information aller Anleger zu erhöhen. Anregungen dazu sollen im folgenden Abschnitt behandelt werden.

1 Vgl. Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 176

2 Abgedruckt im Wortlaut ebenda, S. 176 ff.

3 Vgl. ebenda, S. 33. Gegenüber 1970 haben sich die Zahlen jedoch - leider - wenig verändert (43 % der Zahl nach, 88 % des Kapitals nach), vgl. hierzu Bremer, Heinz: Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, a.a.O., S. 900. Der Zahl nach sind es nicht mehr, weil es sich häufig bei den Gesellschaften ohne Zwischenberichte um Familien-AG oder um Konzerngesellschaften handelt, die bereits bei ihrer Mutter erfaßt sind. Auch dürften reine Saisonbetriebe als Zwischenberichterstatter kaum in Frage kommen.

j) Zwischenberichterstattung als Mittel gegen publizitätsbedingte Anlegerrisiken

1. Die Motive für eine Zwischenberichterstattung

Eine weitere Maßnahme, publizitätsbedingte Anlegerrisiken wenigstens tendenziell ¹ zu reduzieren, ist die Zwischenberichterstattung.

"Angestrebt wird damit die zeitnahe Unterrichtung des Publikums über das wirtschaftliche Geschehen in den einzelnen Unternehmen." ² Denn nach wie vor ist die "natürlichste und sicherste Schutzmaßnahme gegen den Mißbrauch von Insider-Informationen ... die sofortige Veröffentlichung", denn "eine frühzeitige Veröffentlichung wichtiger Informationen (hat) hohen Wert, weil sie den Bewegungsspielraum für Insider stark einengt." ³

Bereits der Referentenentwurf des Bundeswirtschaftsministers aus dem Jahre 1967 ⁴ trug diesem Gedanken Rechnung: "Die Chancengleichheit des anlegenden Publikums kann hier, internationaler Praxis entsprechend, nur durch eine zeitnahe und aussagekräftige Information gewahrt werden. Dies gilt nicht nur für die größeren, ohnehin publizitätsfreudigeren Unternehmen, sondern insbesondere auch für die kleineren Unternehmen, deren Aktionäre und Gläubiger bei Fehlentwicklungen umso härter betroffen sind." ⁵

Und noch etwas ist relevant: "Für den Unternehmenswert und damit auch für den Börsenkurs ist jedoch die Vergangenheit und der Vergangenheitswert weniger entscheidend; maßgebend für die Marktchancen eines Unternehmens und den Wert der Mit-

¹ In diesem Sinne auch Hanssen, Rolf A.: a.a.O., S. 52 FN 2

² Schmidt-Wenzel, Dietmar: a.a.O., S. 92

³ Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 53

⁴ "Entwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens" in der Fassung vom 14.12.1967

⁵ Schwark, Eberhard: Börsengesetz. Kommentar, a.a.O., S. 53

gliedschaften an ihm ist der gegenwärtige Vermögensstatus und die in diesen Wert einfließenden konkreten Zukunftserwartungen und sachlich verdichteten Chancen." ¹

Die Motive für die Zwischenberichterstattung ² sind somit klar erkennbar und zu begrüßen. Doch haben sich die Absichten der beteiligten Kreise auch in der Praxis mit entsprechendem Erfolg durchsetzen lassen? ³

2. Ergebnisse in der Praxis

Nach verschiedenen Anläufen ⁴ ist es gelungen, daß nunmehr zahlenmäßig 51 %, dem Aktienkapital nach 88 % der amtlich notierten deutschen Aktiengesellschaften regelmäßige Zwischenberichte veröffentlichen ⁵.

Die Gesellschaften richten sich bei ihren Veröffentlichungen nach einem relativ strengen "Musterkatalog", aus dem Zweck, Zeitraum, Form und Inhalt der Zwischenberichte hervorgehen ⁶. Die darin enthaltenen Angaben zum Inhalt sind lediglich beispielhaft, so daß branchenbedingte Abweichungen durchaus möglich und zulässig sind, z.B. für Kreditinstitute und Versicherungen. Um es noch einmal zu betonen: aus dem Zwischenbericht sollten sich Umstände erkennen lassen, die "zu einer maßgeblichen Änderung der Ertragskraft oder der Liquidität der

1 Verbot des Insiderhandelns: rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren. Hrsg. Arbeitskreis Gesellschaftsrecht (Hueck, Götz u.a.), Heidelberg 1976, S. 40 (Zitierweise: Verbot des Insiderhandelns)

2 Hahn spricht allgemein von der Verbesserung der Information seitens der Emittenten im Rahmen einer verbesserten Marktinformation. Vgl. Hahn, Oswald: Merkblätter zur Vorlesung Finanzwirtschaft - Börse II, 1975/76, Blatt 22

3 Eine gewisse Parallele über den Zusammenhang zwischen Information und Investition findet sich bei Heigl. Dieser hat auf einem gänzlich anderen Gebiet, nämlich den freiwilligen Investitionen für Umweltschutz, Untersuchungen darüber angestellt, welches Gewicht die ständige Information über ertragsteuerliche Regelungen (Steueranreize) für Umweltschutzinvestitionen in den Unternehmen hat. Zu den Ergebnissen vgl. Heigl, Anton: Abschreibungsvergünstigungen für Umweltschutz-Investitionen, München 1975, S. 184

4 Februar 1964: Aufruf des Arbeitskreises zur Förderung der Aktie zur regelmäßigen Publizierung von Zwischenberichten; November 1970: Regeln für die Beurteilung von Zwischenberichten börsennotierter Gesellschaften. Erlaß aller beteiligten Verbände (Arbeitskreis zur Förderung der Aktie, Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen usw.); September 1972: Vorschlag einer Richtlinie und Entwurf einer Forts. sowie FN 5 und 6 s. S. ¹⁶⁴

betreffenden Gesellschaft selbst oder ihre Konzerngesellschaften führen oder führen können." ¹

Der in den "Regeln für die Beurteilung von Zwischenberichten börsennotierter Gesellschaften vom 30. November 1970" genannte Zweck, nämlich "allen interessierten Kreisen einen Überblick über die aktuelle Geschäftsentwicklung des Unternehmens zu geben", steht in engem Zusammenhang mit dem Zeitraum für die Veröffentlichung: mindestens zwei jährliche Zwischenberichte, zu veröffentlichen ² nicht später als zwei Monate nach Ende des Berichtszeitraumes. Dadurch wird gewährleistet, daß die für den Aktionär und potentiellen Anleger erforderliche Aktualität erhalten bleibt. Denn der Aktionär muß sich unter Umständen bis zu acht Monaten nach Beendigung des Geschäftsjahres gedulden, bis er über den Jahresabschluß informiert wird. ³

Wie der geforderte Mindestinhalt der Zwischenberichte und die Praxis auch heute noch bei namhaften Unternehmen auseinanderklaffen, sei am Beispiel des Zwischenberichts der Bayer AG über das 2. Quartal und 1. Halbjahr 1978 ⁴ gezeigt.

Empfehlung des EG-(Minister-)Rates für den Börsenzulassungs-Prospekt

5 Vom Verfasser ermitteltes Ergebnis aufgrund der Auswertung des Aktienkurszettels der Börsen-Zeitung vom 17.11.1978, S. 11-14

6 Nähere Einzelheiten hierzu abgedruckt bei Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 176 ff.

1 Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 104

2 In Form eines Aktionärsbriefes oder einer Pressemitteilung. In den "Regeln" wird besonders hervorgehoben, daß eine Presseinformation nur dann als Zwischenbericht anerkannt wird, wenn sie u.a. "allgemein zugänglich" ist. Das bedeutet, daß Unternehmensmitteilungen "für jeden Interessenten auf Anforderung bei der Gesellschaft erhältlich sind. Demnach genügt es nicht, daß Gesellschaften ihre Verlautbarungen lediglich der Presse zur Verfügung stellen."

3 Vgl. § 120 Abs. 1 AktG

4 Vgl. Bericht über das 2. Quartal und 1. Halbjahr 1978, Bayer Aktiengesellschaft, Leverkusen, August 1978 (Aktionärsbrief)

Nach den inhaltlichen Anforderungen sollte der Zwischenbericht Angaben zu Auftragseingang, -bestand sowie Kapazitätsauslastung enthalten. Der Bayer-Bericht gibt über diese Punkte keine Einzelheiten, außer "der Umsatz im Faser-Geschäft ist durch Stilllegungen von Kapazitäten im Perlon-Bereich abgesunken". Hierbei handelt es sich aber um eine Aussage zu einem eng begrenzten Produktionsbereich, die nicht unternehmenstypisch ist.

Der Zwischenbericht sollte auch eine Gesamtbeurteilung des Berichtszeitraumes sowie eine Vorausschau abgeben. Während der erste Gesichtspunkt gegebenenfalls noch aus dem Zahlenmaterial ablesbar ist, enthält der untersuchte Bericht keinerlei vorausschauende Daten oder Aussagen für das 2. Halbjahr 1978. ¹

"Indessen ist gerade hier das Informationsbedürfnis besonders groß, da die zukünftige Entwicklung des Unternehmens für die Lage der Gesellschaft von zentraler Bedeutung ist." ²

3. Verbesserungsvorschläge

Eine noch bessere Übereinstimmung von Zwischenberichterstattung, wie sie sich aus den "Regeln" entnehmen läßt, und der Veröffentlichungspraxis der Gesellschaften ist erstrebenswert. Ehe nicht wenigstens dem Aktienkapital nach 95 % der börsennotierten Gesellschaften regelmäßig Zwischenberichte nach den "Regeln" veröffentlichen, ist es müßig, darüber zu diskutieren, ob diese Zwischenberichterstattung in drei- statt wie bisher in sechsmonatigem Abstand erfolgen sollte ³.

1 Wenn man von den im Bericht genannten voraussichtlichen Investitionen 1978 absieht.

2 Hueck, Götz u.a.: Verbot des Insider-Handels, a.a.O., S. 40

3 Vgl. Schmidt-Wenzel, Dietmar: a.a.O., S. 108 f.
Auch der "Arbeitskreis Gesellschaftsrecht" fordert eine Verkürzung der Berichtszeiträume für börsengängige Gesellschaften. Vgl. Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 41,
103

Wie bei allen derartigen Vorhaben sollte man sich auch hier mit kleinen Fortschritten begnügen, solange sie nur in die richtige Richtung gehen, und nicht den zweiten vor dem ersten Schritt machen wollen.

Durchaus zuzustimmen ist jedoch in diesem Zusammenhang zwei Vorschlägen von Schmidt-Wenzel. Dieser empfiehlt zum einen, "die Verpflichtung zur ... Berichterstattung von der Börse direkt anordnen zu lassen und eine diesbezügliche Ermächtigung in den Zulassungsvorschriften (zu) schaffen."¹ Auf diese Weise wird eine gesetzliche Regelung vermieden.²

Gesellschaften, die sich der freiwilligen Zwischenberichterstattung unterwerfen, werden in den amtlichen Kursblättern³ besonders gekennzeichnet. Schmidt-Wenzel⁴ rät nun andererseits, Gesellschaften, die der Veröffentlichungsempfehlung nicht nachkommen, "durch Kenntlichmachung" zu ahnden. Denn seiner Meinung nach sind "sonstige Möglichkeiten, wie beispielsweise die freiwillige Übernahme einer Verpflichtung der an der Börse vertretenen Gesellschaften zur Erstattung von Zwischenberichten oder ein bloßer Appell an die Emittenten ... im Hinblick auf die Bedeutung und Dringlichkeit einer Publizitätsverbesserung wenig aussichtsreich."⁵

Der "Arbeitskreis Gesellschaftsrecht" liefert im Rahmen seiner Vorschläge⁶ bezüglich der Publizitätspflichten einen begrüßenswerten Diskussionsbeitrag. Die Autoren gehen davon aus, daß es im Ermessen der Gesellschaft stehen sollte,

1 Schmidt-Wenzel, Dietmar: a.a.O., S. 109

2 Wie sie der "Arbeitskreis Gesellschaftsrecht" anstrebt.

3 Eine Ausdehnung dieser Kennzeichnung auf die Tageszeitungen ist vorgesehen.

4 Schmidt-Wenzel, Dietmar: a.a.O., S. 109 f.

5 Ebenda, S. 110

6 Vgl. Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 42

neben den Zwischenberichten weitere Informationen zu veröffentlichen. Insbesondere wird hier an den Fall gedacht, wenn von dritter, meist unbekannter Seite Gerüchte lanciert werden: Der Gesellschaft muß es freistehen, ob sie bestätigen, berichtigen, dementieren oder überhaupt nicht Stellung nehmen will. Denn es ist durchaus denkbar, daß von dritter Seite - auch Mitbewerber sind denkbar - bewußt Gerüchte in Umlauf gesetzt werden, um über den Umweg eines Dementis doch noch zur gewünschten Information zu gelangen.

Im Endergebnis ist der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz zuzustimmen, "daß regelmäßige Zwischenberichte dazu beitragen werden, die Gefahr einer mißbräuchlichen Ausnutzung von Insider-Informationen zu verringern. Dadurch könnten beispielsweise erhebliche Dividendenänderungen (wie bei Sarotti, J. Berger und Nordcement) rechtzeitig erkannt werden. Allerdings werden die zwar seltenen aber meist sehr spektakulären Fälle - ich denke zum Beispiel an Boswau und Knauer, Langenbrahm und Geraer Strickgarn - hierdurch nicht verhindert werden können" ¹.

¹ Schreib, Hans Peter: Ein Schritt zur Kapitalreform, in: Wirtschaftsdienst 1969, S. 314

II. Die Rechnungslegungspublizität nach dem Aktiengesetz ¹

Im Interesse der Aktionäre an einer möglichst eingehenden Unterrichtung stellt das Gesetz hohe Anforderungen an die Rechnungslegung ² der Verwaltung ³. Ihren Sinn hat die Rechnungslegungspublizität vor allem darin, daß sie "nicht nur vor Mißtrauen (schützt), sondern auch vor Mißbrauch" ⁴.

Der Anleger ist nur dann als Aktienkäufer zu gewinnen, wenn er den Eindruck hat, daß z.B. der veröffentlichte Jahresabschluß auch der wirklichen Vermögens- und Ertragsentwicklung entspricht ⁵. "Aktienkäufer und -verkäufer verlieren durch nicht erkennbare Bildung und Auflösung stiller Rücklagen wesentliche Anhaltspunkte für die Beurteilung des Werts der Aktien. Sie müssen befürchten, daß besser unterrichtete "Insider" ihre besonderen Kenntnisse zu Lasten der Kleinaktionäre ausnutzen." ⁶ Daneben benötigt der Anleger natürlich noch weitere "Prognose-Informationen", also zum Beispiel Informationen über zukünftige Ausschüttungen, Finanzierungsmöglichkeiten einschließlich Kapitalerhöhungen, Markttrends usw ⁷.

Bei der in diesem Rahmen zu behandelnden Rechnungslegungspublizität ⁸ geht es - unter Zugrundelegung der Aktienanalyse -

1 Auf weitere Publizitätsvorschriften wie etwa bei der GmbH, Genossenschaft u.a.m. soll hier nicht eingegangen werden.

2 Rechnungslegung heißt mit D. Schneider "Rechenschaft über das Rechnungswesen der Unternehmung geben, also 'nachprüfbares' Wissen liefern über den zahlenmäßigen Niederschlag des Betriebsgeschehens", Schneider, Dieter: Renaissance der Bilanztheorie? In: ZfbF 1973, S. 31

3 Vgl. Begründung RegE vor § 148 in Kropff, Bruno: Aktiengesetz, Düsseldorf 1965, S. 216

4 Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 53

5 Vgl. Ausschlußbericht vor §§ 163-156 in Kropff, Bruno: a.a.O., S. 239

6 Ausschlußbericht vor §§ 153-156 in Kropff, Bruno: a.a.O., S. 239

7 Vgl. Fischer-Winkelmann, Wolf F.: a.a.O., S. 360

8 Hier interessiert nur derjenige Teil der Rechnungslegungspublizität, der die Kommunikation von innen nach außen beinhaltet; nur insoweit sind die Begriffe "Publizität" und "Rechnungslegungspublizität" identisch. Vgl. hierzu Bäuml, Lothar: Aktionärs- und Gläubigerschutz in den Bestimmungen des Aktiengesetzes von 1965 über die Rechenschaftslegung", Diss. München 1967, S. 5

im wesentlichen darum, die "zukünftig mögliche Gewinnerzielung einer Aktiengesellschaft" und ihre Bestimmungsgründe ¹ zu erkennen und zu beschreiben. Der Blick muß in die Zukunft gehen, auch wenn diese von Unsicherheiten geprägt ist. "Was zukünftig verdient werden kann, welche Gewinnausschüttungen die Aktionäre folglich erhalten und welche Kurswertsteigerungen kurz-, mittel- oder langfristig realisierbar sind - das ist gefragt." ²

Oswald Hahn ³ erblickt die Kriterien für die Bewertung von Effekten zum einen in der Abwägung zwischen Ertragskraft und Unternehmenssubstanz, zum anderen in der Gegenüberstellung von Dividenden- und Gewinnbewertung. Schließlich wird seine Darstellung der Bewertungsmaßstäbe abgerundet durch die Stück-, Rentabilitäts- sowie die Multiplikatorbetrachtung.

Für den Insider konzentrieren sich erfahrungsgemäß die Erwartungen überwiegend auf den zukünftigen Gewinn. Dieser steht im Mittelpunkt seiner Überlegungen, und aus dessen (vorzeitiger) Kenntnis heraus können sich dann mehr oder weniger große Kurswertveränderungen ergeben.

Im folgenden soll daher - wegen ihrer Bedeutung für In- und Outsider - die Ertragskraft und deren Bestimmungsgründe etwas näher betrachtet werden.

Hahn ⁴ versteht unter Ertragskraft die "langfristige Fähigkeit der Gesellschaft, Gewinne zu erwirtschaften". Wie läßt sich aber der zukünftige Gewinn bestimmen?

a) Der zukünftige Gewinn

"Materiell konkretisiert sich das Anlageproblem - abgesehen vom 'Timing' - in einer Beurteilung der Ertragskraft der Un-

1 Vgl. Siebert, Georg (Hrsg.): Beiträge zur Aktienanalyse, Frankfurt 1972, S. 10

2 Ebenda, S. 8

3 Vgl. die ausführliche Darstellung der Bewertungsmaßstäbe für Effekten bei Hahn, Oswald: Merkblätter zur Vorlesung Finanzwirtschaft - Börse II, 1975/76, Blatt 43 ff.

4 Ebenda

ternehmung." ¹ Diese stellt das "zentrale Anlagenentscheidungskriterium" ² dar; aus diesem Grund gilt ihr das besondere Augenmerk bei der Publizitätsbetrachtung. Inwieweit wird dem Aktionär und dem potentiellen Anleger die "detektivische Leistung" zur "Aufklärung der tatsächlichen Ertragsentwicklung" ³ erspart? ⁴ Das Aktiengesetz enthält an keiner Stelle den Begriff des Ertrages oder der Ertragskraft. Denkbar wäre es jedoch, daß Ertragskraftdeterminanten genannt und veröffentlicht werden, aus denen der Anleger ohne Schwierigkeiten die aktuelle Ertragskraft und ggf. den zukünftigen Gewinn ableiten kann ⁵.

Mit Büschgen ⁶ lassen sich sechs Einzelindikatoren unterscheiden, die für die zukünftige Ertragsentwicklung und damit für die Bewertung der Aktie von erheblicher Bedeutung sind ⁷.

1. Der Gewinnindikator (Ertragsfähigkeitsindikator)

Nach dem Aktiengesetz von 1937 hatten die Unternehmen noch einen weiten Bewertungsspielraum; dieser wurde durch das Aktiengesetz von 1965 eingeschränkt.

Für die Praxis der Vermögensanlageberatung ist es von großer Bedeutung, daß von einheitlichen Begriffsdefinitionen ausgegangen wird. Das betrifft einerseits den Gewinn als solchen,

1 Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 45

2 Ebenda, S. 46

3 Schlembach, Helmut: Industrieaktien unter der Lupe, in: Der Volkswirt 1964, Beilage zu Nr. 44, S. 37

4 Einen Eindruck von der Informationsfreudigkeit eines Vorstandes einer AG vermittelte die Hauptversammlung der Metallgesellschaft AG. Im Geschäftsbericht wurden keine konkreten Zahlen über Ertrag bzw. Verlust der einzelnen Unternehmensbereiche ausgewiesen. Der Vorstand verwies lediglich auf die erwarteten neuen EG-Richtlinien: "Solange diese nicht in Kraft treten, 'üben wir uns in katholischer Geduld und bitten um Verständnis'." NN: MG-HV begrüßt Großaktionär aus Kuwait, in: Börsen-Zeitung vom 15.5.1980, S. 4

5 Erforderlich wären zumindest eine Gewinnanalyse und die Zukunftseinschätzungen (Trendanalyse). Vgl. Hahn, Oswald: Vorlesung Finanzwirtschaft - Börse II, a.a.O.

6 Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S.46 u. 91 ff.

7 Auch Gutenberg bezeichnet das Ertragspotential als die beherrschende Größe bei der Kursbildung. Vgl. Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3.Bd., 2. Aufl., a.a.O., S. 202

andererseits die Tatsache, daß die Gewinne der Unternehmen über Branchen und Perioden hinweg vergleichbar sein sollen und Gewinn und tatsächlich erwirtschaftetes Ergebnis identisch sind. "Der ausgewiesene Jahresüberschuß muß daher von allen Sondereinflüssen bereinigt werden, die mit dem normalen Geschäftsablauf nichts zu tun haben und das periodenechte Ergebnis verfälschen." ¹

Auch das Aktiengesetz 1965 ging von keinem einheitlichen Gewinnbegriff aus, sondern reglementierte lediglich die Veröffentlichung des Jahresüberschusses.

Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung befaßte sich 1968 mit der Entwicklung und Definition eines einheitlichen Gewinnbegriffs, der vom ausgewiesenen und zu bereinigendem Jahresüberschuß ausgeht ².

Diese sogenannte DVFA³-Formel, nach der der Gewinn je Aktie ⁴ geschätzt werden kann, findet bei den Unternehmen und bei den Anlegern ein positives Echo ⁵.

Leider gibt es noch immer eine Anzahl renommierter Unternehmen, die sich nicht an das DVFA-Berechnungsschema ⁶ halten und vorgenommene Abweichungen nicht wenigstens erläutern.

2. Der Wachstums- oder Fortschrittsindikator

Das Wachstum der Unternehmen kann mit Hilfe verschiedener Kennziffern gemessen und publiziert werden. In erster Linie zu nennen sind Gewinn-, Rentabilitäts-, Abschreibungs- und

1 Guhr, Hans-Martin: Gewinn und Cash Flow als Bewertungskriterien, in: Beiträge zur Aktienanalyse, Hrsg. Georg Siebert, Frankfurt 1972, S. 26

2 Näheres dazu in: Empfehlung zur Bildung eines einheitlichen Gewinnbegriffes zur Erleichterung der vergleichenden Aktienbeurteilung, Heft 7 der Schriftenreihe: Beiträge zur Aktienanalyse der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung, o.V., o.J. Vgl. auch Beyer, Horst-Tilo: Allgemeine Finanzplanung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, Hrsg. Oswald Hahn, München 1971, S. 233 ff.

3 Abkürzung für: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung

4 Nicht identisch mit dem ausschüttungsfähigen Gewinn

5 Auf vielen Hauptversammlungen wird der so berechnete Gewinn den Aktionären ohne weiteres mitgeteilt und der oben gestellten Forderung nach dem "tatsächlich erwirtschafteten" und dem "periodenechten Ergebnis" auf freiwilliger Basis somit voll entsprochen.

6 Das ursprüngliche Schema wurde im Jahre 1975 neu formuliert, es hat an Kompliziertheit nichts eingebüßt. Abgedruckt ist es z.B. bei Zimmerer, Carl: Industriebilanzen lesen und beurteilen, a.a.O., S. 180 ff.

Umsatzkennziffern ¹.

Das Aktiengesetz schreibt die Publizierung von Kennziffern nicht vor; sofern Gesellschaften solche Zahlen vorlegen, tun sie es auf freiwilliger Basis.

Lediglich die Veröffentlichung einiger ausgewählter absoluter Zahlen ist vorgeschrieben: Jahresüberschuß ², Umsatzerlöse ³, Abschreibungspositionen bzw. Wertberichtigungen im Rahmen der Gewinn- und Verlustrechnung ⁴ bzw. der Bilanz ⁵. Über die Rentabilität der Gesellschaft hat der Vorstand nur dem Aufsichtsrat zu berichten ⁶. Gewinnbezogene Kennziffern muß jeder Anleger aus dem der Allgemeinheit zugänglichen Zahlenmaterial selbst ermitteln.

Die Publizitätspraxis der Wachstums- oder Fortschrittsindikatoren ist mangelhaft, obwohl der Wert der oben genannten Kennziffern von nicht zu unterschätzendem Gewicht für eine Anlageentscheidung ist.

3. Der Stabilitätsindikator

Der Stabilitätsindikator soll dazu dienen, die Stabilität der Gewinne über einen mehrjährigen Zeitraum hinweg in der Vergangenheit zu messen. Er basiert wiederum auf dem Gewinn, der - wie oben bereits ausgeführt - nicht in der als Berechnungsgrundlage benötigten Form veröffentlicht wird. Vielmehr muß sich der Anleger die Gewinne vergangener Perioden erst selbst errechnen (ausgehend vom veröffentlichten Jahresabschluß); darauf aufbauend gelingt ihm unter Umständen auch eine brauchbare Schätzung des zukünftigen Ertragstrends ⁷.

Als weitere ⁸ Stabilitätsindikatoren können genannt werden: die Produktion pro Jahr, pro Mehrjahresperiode sowie deren prozentuale Steigerung, der branchemäßige Marktanteil, der Ex-

1 Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 137. Auch die Investitionsquote und die Selbstfinanzierungsrate sind Wachstumsindikatoren.

2 § 157 AktG

3 Ebenda

4 Ebenda

5 § 151 AktG

6 § 90 AktG

7 Näheres über kurz- und langfristige Prognosemodelle und die Schätzung künftiger Unternehmensgewinne vgl. Schlembach, Helmut: Die Bewertung von Aktien, 2. Aufl., München 1969, S. 147 ff., 155 ff.

8 Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 141

port pro Jahr, pro Mehrjahresperiode die Exportquote sowie deren prozentuale Veränderungen.

Diese Daten dürften den Aktionären in aller Regel auf Befragen in der Hauptversammlung zur Verfügung gestellt werden. Die Produktionsziffern sind sogar der Rechnungslegung des Unternehmens unmittelbar zu entnehmen, bei den beiden nächstgenannten Größen ist der Aktionär auf die Auskünfte der Verwaltung angewiesen.

4. Der Ausschüttungsindikator ¹

Ebenso wie der Stabilitätsindikator basiert auch der Ausschüttungsindikator auf dem Gewinn. Es soll zum Ausdruck gebracht werden, ob die ausgeschüttete Dividende vom Gewinn gedeckt wird, ob und gegebenenfalls in welcher Höhe eine Über- oder Unterdeckung vorhanden ist.

Die Bedeutung der Ausschüttungshöhe und die der Dividendenrendite ² als Maßstab der Aktienbewertung schwankte im Laufe der Jahrzehnte. Während Büschgen ³ der Dividende nur noch eine geringe Rolle beimaß, scheint sie heute im Zeichen der Beseitigung der körperschaftsteuerlichen Doppelbesteuerung der Aktie und des nun häufiger praktizierten Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens ⁴ wieder an Bedeutung zugenommen zu haben.

5. Finanzstrukturelle Indikatoren

Was die finanzielle Struktur des Unternehmens anbetrifft, bietet die publizierte Bilanz und deren Analyse aussagefähige Anhaltspunkte. Aus der Bilanz kann der Anleger u.a. entnehmen ⁵: die Zusammensetzung des Kapitals, bestehend aus Eigen- und Fremdkapital, die verschiedenen Liquiditätsgrade ⁶, Anhaltspunkte für die Nachhaltigkeit des erwirtschafteten Gewinns und den Ertrag auf das investierte Kapital, Grundlagen für die dynamische Entwicklung der Finanzstruktur.

1 Siehe ergänzend auch Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 315 f.

2 Dividendenrendite = $\frac{\text{Dividende}}{\text{Börsenkurs}} \times 100$

3 Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 151

4 Vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 322; Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., 2. Aufl., a.a.O., S. 266

5 Vgl. Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 163

6 Vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 49

6. Zusammenfassung

"Den Jahresabschlüssen (kommt) sowohl aus Sicht des Kapitalmarktes wie aus Sicht des individuellen Investors Informationsgehalt zu, d.h. die Jahresabschlüsse enthalten Informationen, die für den Aktienpreisbildungsprozeß und für die individuellen Investitionsentscheidungen von Bedeutung sind." ¹

Der potentielle Anleger und der Aktionär haben dennoch weiterhin ein beträchtliches Pensum an Informationsgewinnung, -aufbereitung und -verarbeitung zu leisten, um den zukünftigen Gewinn einigermaßen verlässlich - wenigstens für eine ein- bis zweijährige Periode - abschätzen zu können. Zu berücksichtigen bleibt allerdings die in der Praxis häufig zu beobachtende Tatsache, daß sich die Anleger nicht des geschilderten und zur Verfügung stehenden Instrumentariums bedienen, sondern logisch nur schwer nachvollziehbare Entscheidungen treffen. Von nicht zu unterschätzender Bedeutung sind dabei die sogenannten Börseninformationsdienste ², die im wesentlichen nichts anderes wiederholen, als was im Laufe einer vorangehenden Woche der einschlägigen Presse zu entnehmen ist. Je verheißungsvoller und reißerischer derartige Berichte aufgemacht sind, desto mehr steigt die Neigung der Kunden, diesen Empfehlungen zu folgen und desto mehr sinkt deren Kritikfähigkeit ³.

Auch die Mund-zu-Mund-Propaganda, die oft nicht mehr wiedergibt als lediglich den Namen einer bestimmten Aktie, wirkt oft wahre Wunder. Im Gespräch mit solch einem potentiellen Aktienkäufer stellt sich dann meistens schnell heraus, daß

1 Coenenberg, Adolf Gerhard: a.a.O., S. 657

2 Zum Sinn und Unsinn von Börseninformationsdiensten vgl. Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 3. Teil, a.a.O., S. 867 f.

3 Daß eine Erfolgsgarantie von den Herausgebern nicht übernommen wird, sollte keiner Erwähnung bedürfen. - Warnend in diesem Sinne auch Feig, Anton: Prinzipien der Vermögensanlage, in: Investment-Handbuch, Hrsg. Leo Schuster, Stuttgart 1971, S. 85

der Anleger über den background keinerlei Informationen besitzt und blind seinem sogenannten Tipgeber vertraute. Gelegentlich richtet der Anleger seine Entscheidung auch danach aus, ob und wie der ihn betreuende Anlageberater an seiner Stelle reagieren würde; man macht sich also dessen Empfehlung - meist kommentarlos - zu eigen ¹. Aus diesen wenigen Bemerkungen kann der Schluß gezogen werden, daß viele der Indikatoren und Regeln für den Durchschnittsanleger zu kompliziert bzw. mit zu großem Arbeitsaufwand verbunden sind.

Es fragt sich, welche weiteren Maßnahmen für Kurswertveränderungen Gewicht haben und jedermann zugänglich sind.

b) Kurswertveränderungen

Der Anleger wird sich bei seinen Überlegungen für den Erwerb eines bestimmten Wertpapiers hinsichtlich der Anlagedauer von zwei wesentlichen Überlegungen leiten lassen:

- Der langfristig orientierte Anleger hat abzuwägen, wie hoch das Risiko eines Kapitalverlustes einerseits und die Chance andererseits ist, neben einer interessanten Rendite einen Wertzuwachs durch Kurssteigerungen zu erzielen.
- Der kurzfristig ² disponierende Anleger, der keine Daueranlage beabsichtigt und ständig sein Depot umschichtet, ist durch die sich laufend₃ ändernden Aktienkurse bestrebt, Kapitalgewinne zu erzielen ³.

Beiden Anlegergruppen gemeinsam ist, daß sie ihre Entscheidungen aufgrund unvollkommener Information unter Ungewißheit ⁴ treffen müssen.

Bei der Betrachtung der Verwendung des Gewinns, der seinerseits bekanntlich bei der Anlageentscheidung eine dominie-

1 Was nicht unbedingt für die Kritikfähigkeit des Anlegers spricht. Dieser sollte vielmehr die 9. "Regel für Vermögensanleger" der Interfinanz befolgen und "jeden, der eine Vermögensanlage anbietet (fragen), was er bzw. sein Institut an der ganzen Transaktion verdient - direkt und indirekt". Geschäftsbericht 1971 der Interfinanz GmbH & Co. KG, Düsseldorf, S. 13. - Zum Anforderungsprofil des "vollkommenen Prognostikers" vgl. auch die sehr kritischen Bemerkungen von Ott, Michael: Der Anleger will belogen werden, in: Wertpapier 1977, S. 163

2 Zu den kurzfristigen Anlagemöglichkeiten außerhalb des Aktienmarktes vgl. Straub, Hubert: Optimale Finanzdisposition, Meisenheim am Glan 1974, S. 51 ff., 71 ff.

3 Vgl. Waschkowski, Hans: Prognose von Aktienkursen, Frankfurt 1971, S. 1 f.

4 Vgl. Heinen, Edmund: Das Zielsystem der Unternehmung, a.a.O., S. 56

rende Rolle spielt, lassen sich mit Hahn im allgemeinen zwei Anlegergruppen unterscheiden. Die eine interessiert sich primär für eine möglichst hohe Ausschüttung, unter Umständen auch aus der Substanz. Für sie ist die Dividenden-These typisch, Hahn spricht hier vom "Rentner-Denken" ¹ der Anleger ². Die andere Personengruppe ist - beispielsweise aus steuerlichen oder rentabilitätsmäßigen Gründen oder aus Zukunftserwartungen - an einer möglichst hohen Gewinnthesaurierung und einer entsprechenden Vermögensmehrung interessiert. Bei diesen Anlegern dominiert die "Gewinn-These" ³, sofern nur eine jederzeitige Liquidierbarkeit ihrer Anlage gewährleistet ist. Seit dem 1.1.1977, dem Inkrafttreten der Körperschaftsteuerreform, dürfte die Dividenden-These unter den Anlegern vorherrschen: durch das Anrechnungsverfahren wird auch der Aktionär mit hoher Einkommensteuerbelastung steuerlich begünstigt.

Eine denkbare Alternative, Anlageentscheidungen hinsichtlich Kurs und "timing" transparenter zu machen, wäre die Kursprognose. Es ist jedoch Waschkowski zuzustimmen, der aufgrund einer ausführlichen Analyse von Kursbestimmungsfaktoren und Einzelkursverläufen als Kursprognose zu dem Ergebnis gelangt, "daß jedes relativ sichere Verfahren zur Kursprognose nur dann einen ausnutzbaren Wert hat, wenn es nur einem kleinen Kreis von Marktteilnehmern zugänglich ist. Sobald ein solches Verfahren allgemein angewendet wird, ist eine darauf aufbauende, erfolgreiche Taktik nicht mehr möglich" ⁴.

Es darf als gesichert unterstellt werden, daß es keinen absolut richtigen Maßstab für Kurswertveränderungen gibt. Die Aktienbewertung als Indiz für Kurswertänderungen stellt sich dar "als Bewertung der Handlungsmöglichkeit 'Erwerb der Aktie X' im Vergleich zum Erwerb anderer Kapitalanlageobjekte." ⁵

1 Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 316. Nach Hahn ist die Rentner-Mentalität für den normalen Wertpapierbesitzer typisch.

2 Sehr anschaulich war diese Vorstellung zu beobachten, als viele Kapitalanlagegesellschaften 1978 dazu übergingen, nur noch ihre ordentlichen Erträge auszuschütten, außerordentliche aber zur Substanzmehrung im Sondervermögen zu thesaurieren.

3 Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 315

4 Waschkowski, Hans: a.a.O., S. 220

5 Böhner, Willi: Kapitalaufbau und Aktienbewertung, Berlin 1971, S. 20

Der Anleger wird zwangsläufig einen "Erfolgsvergleich" ¹ vornehmen müssen, bei dem die den einzelnen Anlageobjekten zuzurechnenden Bewertungsfaktoren zueinander in Beziehung gesetzt werden. "Aus diesem Grunde kann die Bewertungsrelevanz bestimmter Umstände nicht nach allgemeingültigen, objektiven Kriterien bestimmt werden." ²

Hopt/Will ³ empfehlen, der für die Kursbildung maßgebenden Information das Adjektiv "material" ⁴ - als Bestandteil der amerikanischen Lösung - beizufügen. Um festzustellen, ob eine Information "material" ist, wird der "reasonable man"-Test angewandt: Würde ein vernünftiger Durchschnittsanleger mit seiner Verhaltensweise aufgrund der Nachricht entsprechend reagieren? ⁵ Die eingrenzende Bestimmung, was ein "reasonable man" ist, bleibt allerdings noch offen.

Die Autoren geben zu, daß auch dieser Weg noch weiterer Abklärung bedarf und keineswegs als endgültige Lösung zu betrachten sei.

Ein Vorschlag jüngeren Datums zielt darauf ab, "im Interesse der Beweiserleichterung einerseits für bestimmte unternehmensinterne Umstände eine unwiderlegliche Vermutung ihres Einflusses auf die Preisbildung (zu begründen). Andererseits wird in Anknüpfung an die Bekanntmachung der Information durch die Gesellschaft der Zeitpunkt klargestellt, von dem an diese spätestens allgemein zugänglich sind." ⁶ Diesem Vorschlag entsprechend sind Kenntnisse immer dann bewertungsrelevant, wenn ihnen "Marktteilnehmer oder Anlageberater selbständige Bedeutung beimessen würden" ⁷.

Kritisch bemerkt hierzu Volk ⁸, daß aus der Formulierung dieses Vorschlags nicht klar hervorgeht, welche intellektuellen Anforderungen an die Marktteilnehmer zu stellen sind, oder ob ein Anlageberater und ein Marktteilnehmer auf gleichem

1 Renner, Volker: a.a.O., S. 50

2 Ebenda, S. 51

3 Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 57

4 Frei übersetzt etwa "erheblich".

5 Vgl. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 58

6 Hrsg. Hueck, Götz u.a.: Verbot des Insiderhandelns, Heidelberg 1976, S. 29

7 Ebenda, S. 56

8 Vgl. Volk, Klaus: Strafrecht gegen Insider? In: ZHR 1978, S. 7

Niveau einzustufen sind. "Man befindet sich auf der Jagd nach dem "reasonable man" und sein Phantombild gerät - wie immer - nicht deutlich genug, um seine rasche und sichere Identifizierung zu ermöglichen" ¹.

III. Anlagestrategie in der heutigen Beratungspraxis eines Kreditinstitutes

Wesen und Bedeutung der börsenrechtlichen sowie der Rechnungslegungs-Publizität für die Entscheidungen des Anlegers wurden dargestellt. Zu fragen ist jedoch, ob diese Maßstäbe und Indikatoren auch im Beratungsalltag der Kreditinstitute sowie beim "Durchschnittskunden" Eingang gefunden haben. Entsprechen die Dispositionen z.B. der Privatanleger einerseits und die der Vermögensanlageberater andererseits den oben genannten Kriterien?

a) Die Vermögensanlage aus der Sicht der Privatkunden

Der Privatkunde erstrebt in aller Regel die Vergrößerung ² eines Vermögenswertes in einer bestimmten Periode ³. Nur eine Einhaltung des Vermögenswertes sollte allenfalls zweitrangiger Natur sein.

Der Anleger hat verschiedene Möglichkeiten, seine Zielsetzung zu erreichen:

- Er wird sich an den Beratungsdienst eines Kreditinstitutes wenden; dies wird er vor allem dann tun, wenn er aus zeitlichen und kostenmäßigen Gründen nicht zur eigenen ausreichenden Informationsgewinnung in der Lage ist.
- Er kann sein Vermögen von einer bestimmten Größe an von einer bankeigenen oder selbständigen Vermögensverwaltung verwalten lassen ⁴.

¹ Volk, Klaus: a.a.O., S. 7

² Zu den Schwierigkeiten beim Streben nach einer Vermögensmaximierung für den Durchschnittsaktionär vgl. Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 426 ff.

³ Unter Wahrung von Liquidität und Sicherheit. Vgl. zu den finanzwirtschaftlichen "Nebenbedingungen" und dem Interessenkonflikt Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 30 ff.

⁴ Die dritte Möglichkeit, sein Vermögen als Kollektivanlage in einem Investmentfonds anzulegen, sei hier nur am Rande erwähnt; sie stellt quasi die Kombination der beiden anderen Möglichkeiten dar, da die Wahl der Investmentgesellschaft auch eine Entscheidung ist.

Durch die Vielzahl von Faktoren, die bei einer optimalen Anlageentscheidung zu berücksichtigen sind, wird der Anleger sich in den seltensten Fällen ausschließlich auf eigene Informationen stützen; er wird vielmehr von einer oder beiden o.g. Möglichkeiten Gebrauch machen.

Aufgrund langjähriger Erfahrungen des Verfassers gibt es einige typische Merkmale, die bei der Disposition des Kunden regelmäßig beobachtet werden können und die deswegen hier genannt werden sollen. Für den Kunden, der heute ein Kreditinstitut zu einem Beratungsgespräch aufsucht, spielen folgende - in der Literatur kaum dargestellte - Kriterien eine maßgebliche Rolle:

- Individuelle Risikobereitschaft

Diese ist abhängig vom Alter des Anlegers, seinen bisherigen Erfahrungen, Sozialstatus, Erziehung und Herkunft.

- Anlagedauer

Die Frage der Anlagedauer wird bedingt durch die Dauer der Verfügbarkeit der zur Anlage zur Verfügung stehenden Mittel; eventuell spielt auch der Gesichtspunkt der Spekulationsfrist im steuerlichen Sinn eine Rolle.

- Anlageregeln

Viele Anleger gehen bei ihren Entscheidungen von bestimmten Anlageregeln aus. Solche Regeln vereinfachen im allgemeinen die Problematik zu sehr und lassen sich meist auf Erfahrungen des Anlegers in der Vergangenheit zurückführen. Es ist jedoch zweifelhaft, ob aus der Vergangenheit auch unbedingt richtige Schlüsse für die Zukunft gezogen werden können.

- Anlagephilosophie

Die Anlagephilosophie ist logisch häufig nicht erklärbar und artikuliert sich in der Vorliebe für bestimmte Anlageformen, z.B. nur inländische, festverzinsliche Wertpapiere, niemals Emissionen der öffentlichen Hand, keine ausländischen Aktien usw. Auch diese Überlegungen beruhen auf Erfahrungen der Vergangenheit, die mit der Zeit an Wert verlieren.

Neben diesen Kriterien interessieren den Anleger - abhängig von der ihm zur Verfügung stehenden Zeit für die Aufnahme von Informationen - folgende Daten (ohne Anspruch auf Vollständigkeit):

- bei Aktien: Höchst-/Tiefstkurs im laufenden Jahr, durchschnittliche Tagesumsätze, prozentualer Anstieg gegenüber dem Tiefstkurs sowie Abstand vom Höchstkurs, Großaktionäre und damit verbunden Anteil des handelbaren Aktienkapitals am

gesamten Aktienkapital, Gewinn pro Aktie der vergangenen beiden Jahre und Gewinnschätzung für das laufende bzw. folgende Jahr, Höhe der gezahlten bzw. zu erwartenden Dividende und Dividendenrendite (Vergleich mit ähnlichen Unternehmen der gleichen Branche) usw.

- bei festverzinslichen Wertpapieren: Bonität des Emittenten, Laufzeit, Tilgung, Kündigungsmöglichkeiten, Kurspflege, Ausgabe- bzw. Börsenkurs, Effektivverzinsung, amtliche Notiz oder Privatplazierung.

Einen nicht zu unterschätzenden Einfluß auf die Anlageentscheidungen des Kunden üben die Börseninformationsdienste aus. Viele Anleger richten sich - bewußt oder unbewußt - nach den dort angepriesenen Empfehlungen, über deren Wert man sehr geteilter Meinung sein kann. Aber nichtsdestotrotz sind diese "Tipdienste", was ihren Einfluß auf das Anlegerverhalten anbelangt, durchaus ein ernstzunehmendes Anlagemedium.

b) Die Vermögensanlage aus der Sicht des Anlageberaters ¹

Die Anlageberatung dient dem Vermögensaufbau des Kunden und dessen Vermehrung. Die Beratung ist auf die individuellen Bedürfnisse des Kunden abzustellen.

Der Berater stützt sich bei seiner Beratung auf Informationsmaterial, das ihm entweder aus seinem eigenen Haus (Zentrale) zur Verfügung gestellt wird oder von dritter Seite stammt. Zu eigenen, umfangreichen Recherchen ist der Berater - insbesondere in kleineren, nachgeordneten Filialen - aus zeitlichen Gründen überhaupt nicht mehr in der Lage; bei den kleinen Stellen versieht der Berater häufig noch weitere Tätigkeiten, z.B. Kleinkredite, LZB-Abrechnung usw.

Anhand welchen Informationsmaterials richtet der Berater seine Beratungstätigkeit überwiegend aus?

¹ Zur Marketing-Strategie gegenüber der Anleger-Kundschaft vgl. Hahn, Oswald: Die Führung des Bankbetriebes, a.a.O., S. 243

Aus dem Hause kommen regelmäßig Rentenofferten, Renditeta-bellen ausgewählt nach Laufzeiten, internationale DM-Anlei-hen, Umtauschvorschläge, Länderübersichten, Regionalwert-studien, Schlüsselzahlen Europa und Übersee, Presse-Fern-schreiben für Anlageberater, Vorbörse, Zins-, Gebühren- und Konditionentableau, Rechenschafts- und Quartalsberichte der "hauseigenen" Investmentfonds und vieles andere mehr.

Vervollständigt werden diese laufend bzw. periodisch erschei-nenden Informationen aus dem Hause durch Unterlagen von drit-ter Seite. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang Tageszeitun-gen (überregional und regional), Zeitschriften, Börseninfor-mationsdienste, Aktienführer, Charts usw. Selbstverständlich kann der Berater nicht sämtliche Informationen lesen und aus-werten, er muß die Auswahl auf seinen Kundenkreis abstimmen. Dieser darf nicht "überfüttert" werden, sondern sollte nur ausgewählte, gezielte, zweckgebundene Informationen erhalten.

c) Schlußfolgerungen

Die Darstellung der Gegebenheiten und Erfordernisse in der heutigen Beratungspraxis eines Kreditinstituts läßt unschwer erkennen, wonach sich Anleger und Berater bei ihren Disposi-tionen und Empfehlungen richten. Vom idealtypischen Zustand, bei dem sämtliche irgendwie erreichbaren Daten und Größen beobachtet, gesammelt, aufbereitet und angewendet werden, ist der Vermögensanlageberater weit entfernt. Theorie und Praxis klaffen hier ein ganzes Stück auseinander; Anleger und Bera-ter können nur schwerpunktmäßig vorgehen, ohne die ganze In-formationspalette ausnützen zu können.

4. Abschnitt: VORSCHLÄGE ZUM WIRKSAMEN AUSBAU DER FREIWILLIGEN INSIDER-REGELUNG ALS REFORMPROBLEM

A. Die Notwendigkeit und Schwierigkeit der Erfassung aller echten und potentiellen Insider

I. Überblick über die neuere Literatur

Bereits zwei Jahre nach Erlass der ersten Insider-Regelung von 1970 stellte Böhner ¹ fest: "Der deutsche Outsider weiß zwar jetzt, daß die Insider-Regeln von den Betroffenen 'als Gebote kaufmännischen Anstandes betrachtet werden'... Er sollte aber auch wissen, daß er ohne eine Erfassung aller echten wie potentiellen Insider ... durch 'unanständige' Insider ungeschützt ist."

In der Zwischenzeit wurden zwar die verbesserten Insider-Regeln von 1976 erlassen, die oben genannten Probleme blieben jedoch zum Teil ungelöst.

In der jüngeren Literatur wurden verschiedene Versuche unternommen, sowohl die echten als auch die potentiellen Insider in eine Regelung auf eine Weise einzubeziehen, daß die Forderung von Böhner weitgehend erfüllt wird ². Unter den Vorschlägen, die besonders hervorragen, sei auf die bereits genannten, grundlegenden Arbeiten von Hopt/Will ³, Brunner ⁴, Forstmoser ⁵ und die des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht ⁶ verwiesen. Besonders die Letztgenannte wird als der "bedeutend-

1 Böhner, Reinhard: Insiderregeln eine Farce? In: Wertpapier 1972, S. 235

2 Bemerkenswert ist die Tatsache, daß auch diese Vorschläge - wie fast alle bisherigen - wiederum von Juristen erarbeitet wurden.

3 Vgl. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 163 ff.

4 Vgl. Brunner, Max: Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei? In: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1976, S. 179 ff.

5 Vgl. Forstmoser, Peter: Effektenhandel durch Insider, in: Schweizerische Aktiengesellschaft 1973, S. 133 ff.; ders.: Strafrechtliche Erfassung von Insidermißbräuchen? In: Schweizerische Aktiengesellschaft 1977, S. 14 ff.

6 Vgl. Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 26 ff.

ste Diskussionsbeitrag zur Neugestaltung des Insiderrechts" hervorgehoben, "mit dem sich jede weitere Überlegung zu diesem Thema ernsthaft und kritisch auseinanderzusetzen hat" ¹.

If. Vorschläge des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht

Aus diesem Grunde soll das Neuartige dieses Regelungsvorschlages in bezug auf die Erfassung aller echten und potentiellen Insider in seinen Grundelementen dargestellt werden.

Der Vorschlag geht von einer Kombination zwischen Generalklausel und ergänzenden Sondervorschriften für bestimmte Personenkreise aus. Die Generalklausel soll Personen erfassen, "die Kraft ihrer Nähe zur Gesellschaft oder zum Unternehmen einen Informationsvorsprung besitzen" ².

Flankiert wird dieser eher allgemein beschriebene Adressatenkreis durch zwei weitere Personengruppen: zum einen "diejenigen Personen, die durch ihre Stellung zum Unternehmen in erster Linie als Träger von Insiderwissen in Betracht kommen (Personen in unternehmensnaher Stellung)" ³. Genannt werden in diesem Zusammenhang zum Beispiel die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und leitende Angestellte dieser Gesellschaft, aber auch - und das ist neuartig - deren Ehegatten und noch minderjährigen Kinder ⁴.

Charakteristisches Kennzeichen für die dritte Personengruppe ist "eine besondere berufliche, geschäftliche oder durch Tätigkeiten in amtlicher Eigenschaft begründete Verbindung zum Unternehmen" ⁵. Diese Gruppe umfaßt - und die Aufzählung ist wiederum, wie auch bei der zweiten Gruppe, abschließend - Arbeitnehmer der Gesellschaft, Mitarbeiter von Wirtschaftsprüfern und Wirtschaftsprüfergesellschaften, die als Gehilfen bei Prüfungen der Gesellschaft tätig sind sowie sonstige Personen, "die durch geschäftliche Beziehungen, Beratungstätigkeit oder

1 Roth, Günter H.: Verbot des Insiderhandels. Zum Gesetzesvorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht, in: Aktiengesellschaft 1978, S. 113

2 Verbot des Insiderhandels, a.a.O., S. 75

3 Ebenda, S. 81, 30

4 Wegen der Vollständigkeit dieses Personenkreises vgl. Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 57

5 Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 90

auch als Mitarbeiter amtlicher Stellen (Behörden und dergleichen) mit der Gesellschaft in Verbindung treten" ¹.

Die Personen, auf die die Sondervorschriften Anwendung finden sollen, unterscheiden sich von den durch die Generalklausel zu erfassenden Insidern "durch die geringere Intensität und den meist auch sachlich beschränkten Umfang ihrer Informationsmöglichkeiten".

Der Kreis der echten und der potentiellen Insider wurde bei diesen Überlegungen stark erweitert. Die echten Insider erscheinen nahezu vollständig erfaßt, hingegen die potentiellen nur partiell. Zu denken ist in diesem Zusammenhang an das Fehlen von unmittelbaren und mittelbaren Tipempfängern ², wie etwa einen Handwerker, den Friseur, die Hausangestellte, einen Bekannten oder den schon fast klassischen Fall des Taxichauffeurs.

Zusammenfassend läßt sich beim Vorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht somit eine nennenswert verbesserte Erfassung der echten Insider feststellen, potentielle Insider dürften jedoch weiterhin äußerst schwer in eine praktikable Regelung einzubeziehen sein.

Als durchaus fraglich erscheint es abschließend, ob den oben dargestellten Grundgedanken als Bestandteile des vom Arbeitskreis Gesellschaftsrecht erarbeiteten Gesetzesvorschlages überhaupt Verwirklichungschancen gegeben sind. Mahnende Stimmen aus dem Lager der Marktwirtschaft sind nicht zu überhören: "Man sollte, was sich hier anbahnt, nicht mit dem Hinweis 'nun, in der ganzen Gesetzesflut kommt es auf eins mehr oder weniger auch nicht mehr an' einfach abtun und zur Tagesordnung übergehen ... Zuviel der Marktwirtschaft ist schon verloren worden. Und daß den Gewerkschaften und den linken Gruppen freiwillige Vereinbarungen der Wirtschaft ein Dorn im Auge sind, dürfte auf der Hand liegen." ³

¹ Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 90

² Zur Begriffsunterscheidung vgl. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 78

³ NN: Ein neues Gesetz droht, in: Kreditwesen 1978, S. 1118

B. Erweiterung des Kreises der Insider

Im folgenden soll versucht werden, durch eigene konkrete Vorschläge den Kreis der Insider so zu erweitern, daß er den Erfordernissen der heutigen Praxis entspricht: Um die Realisierungschancen dieser Vorschläge zu vergrößern, ist nicht an eine gesetzliche Regelung gedacht, sondern an das Einfügen dieser Überlegungen in eine künftige überarbeitete Insiderregelung auf freiwilliger Basis, "wenn man sich auch darüber im klaren sein (muß), daß einem freiwilligen Verfahren bestimmte Grenzen gesetzt sind" ¹.

I. Einbeziehen der Kursmakler und ihrer Stellvertreter ²

a) Aufgaben des Kursmaklers

Kursmakler, die im wesentlichen für die amtliche Börsenpreisfeststellung zuständig sind ³, werden vom zuständigen Landesminister bestellt und entlassen ⁴. Sie leisten bei ihrem Amtsantritt einen Eid. "Die Bestellung des Kursmaklers unter Eid gibt dem Börsenpublikum den zuverlässigen Vermittler und die Sicherheit einer objektiven Kursnotiz." ⁵ Diese von Bellinger aufgestellte Behauptung gilt es zu überprüfen. Denn wenn dem so wäre, dann würde sich eine Einbeziehung von Kursmaklern in eine Insider-Regelung erübrigen.

Die zweite, nicht minder wichtige Aufgabe des Kursmaklers ist die Vermittlung von Börsengeschäften ⁶. Im Rahmen dieser Tätigkeit unterliegen die Kursmakler den Vorschriften über die Handelsmakler ⁷, doch sie sind Vollkaufleute, haben ihre

1 Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 50

2 Die folgenden Ausführungen beziehen sich jeweils auch auf den Kursmakler-Stellvertreter, sofern dieser nicht ausdrücklich ausgeklammert wird.

3 Vgl. § 30 Abs. 1 Börsengesetz

4 Näheres ergibt sich durch die ergänzenden Maklerordnungen, z.B. Kursmaklerordnung für die Kursmakler der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg vom 15. Juni 1976 oder Maklerordnung für die Kursmakler an der Bremer Wertpapierbörse vom 6. Dezember 1976.

5 Bellinger, Knut: Die kursbildenden Faktoren am deutschen Aktienmarkt, Diss. Köln 1956

6 Vgl. § 32 Abs. 1 BörsG

7 Vgl. § 1 Abs. 2 Nr. 7 in Verbindung mit § 93 ff. HGB

Firma im Handelsregister eintragen zu lassen sowie Handelsbücher zu führen. Problematisch könnte die Bestimmung sein, wonach Kursmakler Geschäfte für eigene Rechnung machen dürfen, "soweit dies zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig ist" ¹. Im folgenden soll auch diese Genehmigung auf ihre Vor- und Nachteile hin untersucht werden.

b) Informationsvorsprünge des Kursmaklers

Der Kursmakler gehört zweifellos zu den am besten informierten Personen an der Börse. Jeder Kursmakler ist nämlich aufgrund der Geschäftsverteilung ² unter die einzelnen Kursmakler für einen längeren Zeitraum ³ für eine bestimmte Gruppe von Wertpapieren zuständig. "Die Verteilung der Papiere hat zur Folge, daß sich der in den Werten handelnde Makler genaue Kenntnis über die Entwicklung der von ihm vertretenen Aktien beschaffen kann und über alle das Papier betreffenden Vorgänge unterrichtet ist. So ist ihm bekannt, in welchen Händen sich ein großer Teil der Effekten befindet, welcher Bank die Interessenwahrung obliegt, ob und in welchem Rahmen Sonderentwicklungen zu erwarten sind." ⁴ Die Informationsnähe des Kursmaklers ergibt sich auch aus der Tatsache, daß "ein Geschäft bei der amtlichen Kursfeststellung nur berücksichtigt werden (kann), wenn es durch Vermittlung eines Kursmaklers abgeschlossen wurde" ⁵. Das bedeutet, daß der Kursmakler aufgrund der ihm vorliegenden Kauf- und Verkaufsaufträge frühzeitig über sich eventuell anbahnende Kursänderungen Bescheid weiß. Dieser Informationsvorsprung kann sogar so weit gehen, daß, wenn eine Bank im Rahmen ihrer Kurspflege die Kurse von bestimmten Papieren überwacht, "die Makler nach gewisser Zeit

1 § 32 Abs. 2 BörsG

2 Vgl. § 20 Kursmaklerordnung für die Kursmakler der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg vom 15. Juni 1976

3 In der Regel ein Kalenderjahr

4 Bellinger, Knut: a.a.O., S. 37; so auch Tilly, Wolfgang M.: a.a.O., S. 44 f.

5 § 24 Abs. 2 Satz 2 Börsenordnung für die Bayerische Wertpapierbörse in ihrer Fassung vom 16. Oktober 1975

von sich aus den Banken über voraussichtliche Kursveränderungen oder nicht ausführbare Aufträge Nachricht geben (werden). Es mag auch vorkommen, daß eine Bank mit dem Makler vereinbart, daß er ihr über die oben genannten Punkte Mitteilung macht" ¹.

Obwohl die Kursmakler einer Verschwiegenheitspflicht unterliegen, die sich sowohl auf die Höhe der einzelnen Aufträge als auch auf die Kontrahenten bezieht ^{2,3}, scheint die Praxis hiervon Ausnahmen zu machen, ohne daß dagegen bisher vom Staatskommissar oder vom Börsenvorstand vorgegangen wurde.

Einige Banken bzw. Bankenvertreter werden also aufgrund willkürlich unterschiedlicher Information seitens der Kursmakler bevorzugt bzw. benachteiligt. Diese Handhabung kann sich letztlich auch beim anlagesuchenden Outsider-Publikum - das zu einem großen Teil auf Informationen der Banken angewiesen ist - in falschen Entscheidungen niederschlagen.

c) Lösungsvorschläge zur Ausschaltung der Informationsvorsprünge

1. Aufsichtsbehördliche Maßnahmen

Die Aufsichtsbehörden könnten diesem Mißstand abhelfen, indem sie von den ihnen zur Verfügung stehenden Möglichkeiten unterschiedener Gebrauch machten als bisher. Beispielsweise kann der Staatskommissar einem Kursmakler die Ausübung seines Amtes vorläufig untersagen, wenn er sich einer groben Verletzung der ihm obliegenden Pflichten schuldig macht ⁴. Zu diesen Pflichten gehört zweifellos auch die bereits genannte Verschwiegenheitspflicht z.B. gegenüber Vertretern von Kreditinstituten. Hier sollten strenge Maßstäbe angelegt werden und der Ermessensspielraum der Kursmakler unter dem Gesichtspunkt

1 Bösch, Hans Jürgen: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959, S. 60

2 Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz Kommentar, a.a.O., S. 228

3 Die Verschwiegenheitspflicht besteht jedoch nicht gegenüber dem Börsenvorstand ("unabhängig hiervon hat er (der Kursmakler) dem Börsenvorstand die Umsätze der von ihm getätigten Geschäfte anzuzeigen und deren Erfassung und Veröffentlichung zu gestatten"). § 12 Satz 2 Kursmaklerordnung für die Kursmakler an der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg vom 15. Juni 1976

4 Vgl. §§ 9, 8 Kursmaklerordnung für die Kursmakler an der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg vom 15.6.1976

der vorzeitigen, unterschiedlichen Informationsverbreitung eingeschränkt werden.

Erschwert wird die Problematik noch durch die Tatsache, daß es zur Kursmaklerordnung keine Kommentierung gibt ¹, die bei Auslegungsfragen eine nützliche Hilfestellung abgeben könnte.

2. Häufigere Änderung der Geschäftsverteilung

Die Lösung des Informationsgefälles könnte bei der Geschäftsverteilung unter den Kursmaklern ansetzen. Während es bisher üblich war, die Verteilung der Geschäfte unter die Kursmakler nur (kalender)jährlich vorzunehmen ², wäre eine häufigere Rotation ³ empfehlenswert, um den Mißbrauch von Information weiter einzuschränken. Denn je häufiger ein Kursmakler eine andere Wertpapiergruppe zugeteilt erhält, desto weniger kann er von seinen über bestimmte Wertpapiere erlangten Kenntnissen Gebrauch machen.

3. Begrenzung von Eigen- und Aufgabegeschäften

Ein weiterer Lösungsversuch sollte bei den Eigen- und Aufgabegeschäften ansetzen. Bei dieser Art von Geschäften der Kursmakler handelt es sich zum einen um solche Käufe und Verkäufe, die im eigenen Namen und für eigene Rechnung abgeschlossen werden, zum anderen um Geschäfte, bei denen der Kursmakler sich die Aufgabe der Geschäftspartner noch vorbehält. Beide Arten von Geschäften sind zwar nach § 32 Abs. 2 BörsG verboten ⁴, Ausnahmen hiervon sind jedoch nicht vollkommen ausgeschlossen. Soweit sie "zur Ausführung der ihnen erteilten

1 In diesem Sinn die Schreiben der Syndizi der Frankfurter und Hamburger Wertpapierbörsen vom 5.3.1979 an den Verfasser

2 Vgl. beispielsweise die entsprechenden Regelungen in den Kursmaklerordnungen der Börsen zu Hamburg, Bremen und Frankfurt

3 In diesem Sinne die Maklerordnung für die Bayerische Wertpapierbörse in München in der Fassung vom 14. Mai 1969. An dieser Börse wird die Gruppeneinteilung in monatlichem Wechsel vorgenommen. Da sich hier die Kursmakler relativ häufig in neue Gegebenheiten einarbeiten müssen, könnte ihr Insiderwissen unter Umständen geringer als an anderen Börsenplätzen sein.

4 Nach Tilly gilt dieses Verbot jedoch nur für Neuengagements, "nicht dagegen für den Abbau eines bereits vorhandenen Bestandes". Tilly, Wolfgang M.: a.a.O., S. 180

Aufträge nötig" sind, dürfen Kursmakler diese Geschäfte tätigen. "Aufgrund dieses sehr weiten und kaum überprüfbaren Spielraums ist dem Kursmakler der Selbsteintritt jedoch praktisch bei jedem Auftrag rechtlich möglich, für den zur Zeit kein oder kein geeigneter Gegenposten zur Verfügung steht." ¹ Einschränkung ist jedoch zu vermerken, daß die Höhe der offenen Eigen- und Aufgabengeschäfte durch die Höhe der Kautions, die jeder Kursmakler zu stellen hat, nach Wertpapierart begrenzt ist.

Man kann sich der Forderung von Schwark durchaus anschließen, der sich dafür einsetzt, "daß Richtschnur des Maklers bei Eigengeschäften nicht das eigene finanzielle Interesse ist, sondern die Situation des Marktes und die zu erwartende Wirkung seiner Geschäfte" ². Es muß jederzeit überprüfbar sein, ob der Makler aufgrund seiner privilegierten Stellung und seiner Informationsnähe zu Gesellschaftsinterna Eigengeschäfte tätigt, "um sich an Kursgewinnen, die sich aus der Börsentendenz ergeben, zu beteiligen" ³. Schwark selbst zeigt einen denkbaren Weg auf: "Bestehen erhebliche Kursdifferenzen zwischen Eigengeschäft und Börsensituation, spricht dies prima facie dafür, daß der Makler die Einschränkungen des Gesetzes nicht eingehalten hat; er muß dann gegenüber der Aufsicht vortragen, warum dieser Eindruck falsch ist." ⁴

II. Einbeziehen sämtlicher Mitarbeiter der Kreditinstitute

a) Die für Insiderinformationen in Frage kommenden Personengruppen

Zu den "Qualitätsmerkmalen im Effektengeschäft" gehört unter anderem "die sachkundige und uneigennützige Beratung seitens der Bank" ⁵. Die weitaus überwiegende Mehrheit der Effekten-

1 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 236 f.

2 Ebenda, S. 237

3 Ebenda, S. 239

4 Ebenda, S. 240

5 Hahn, Oswald: Die Führung des Bankbetriebes, a.a.O., S. 209

kunden ist an einer qualifizierten Beratung der Kreditinstitute interessiert und erwartet, daß diese ihm als Kunden "die relevanten Informationen darlegen oder diese unmittelbar für ihn verwerten" ¹.

Es kann davon ausgegangen werden, daß Kreditinstitute im allgemeinen besser informiert ² sind als andere Institutionen im Wirtschaftsleben: Die Informationen können zum einen aus der Geschäftsverbindung zu dem betreffenden Unternehmen, dessen Hausbank das Kreditinstitut möglicherweise ist, entstammen ³; zum anderen kann eine "enge finanzielle oder personelle Verflechtung den Informationsfluß an das Kreditgeschäft bewirken" ⁴.

Auch die verschiedenen Aufsichtsratsmandate, die die Vertreter der Kreditinstitute wahrzunehmen pflegen, dienen als Quelle privilegierter Informationen.

Fraglich ist, inwieweit Angestellte der Kreditinstitute von diesen Informationen normalerweise Kenntnis erlangen. In einer Untersuchung kommt Hopt ⁵ zu dem Ergebnis, daß für Deutschland empirisches Material nicht greifbar ist und von den Kreditinstituten dazu nichts Näheres in Erfahrung zu bringen ist. "Nur gelegentlich dringen aber Insiderinformationen die Hierarchie hinunter etwa auf Direktorenebene, und auch dann, wenn man verschiedenen Äußerungen glauben will, eher zufällig als gezielt. Schon gar nicht wurden Insiderinformationen an die einzelnen Effektenberater und Schalterangestellten weitergeleitet." ⁶

1 Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 2124

2 Im Rahmen seiner Untersuchungen über das deutsche Universalbankensystem weist Büschgen darauf hin, daß bei der Beurteilung möglicher Interessenkonflikte im Effektenkommissionsgeschäft auch gute Insider-Informationen aus dem Kreditgeschäft eine Rolle bei der Kundenberatung spielen können. Vgl. Büschgen, Hans E.: Grundriß der Bankbetriebslehre, Stuttgart 1973, S. 9

3 Vgl. Canaris, Claus-Wilhelm: Bankvertragsrecht, Berlin-New York 1975, S. 974

4 Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 125

5 Ebenda, S. 126 ff.

6 Ebenda, S. 127

Die genannte Untersuchung schließt jedoch nicht aus - und das wird auch ausdrücklich bestätigt - daß Personen, die eng mit dem Vorstand zusammenarbeiten, in den Besitz von Insiderinformationen durch ihren Vorgesetzten gelangen. Zu denken ist in diesem Zusammenhang an persönliche Referenten, Sekretärinnen, aber auch Kollegen im Vorstandskreis.

Der genannte Personenkreis wird durch die Insiderhandels-Richtlinien erfaßt ¹, sofern er von den dort im einzelnen genannten Maßnahmen Insiderinformationen erlangt.

In der Literatur gehen die Meinungen darüber auseinander, ob es angebracht ist, alle Mitarbeiter eines Kreditinstitutes zu erfassen, die in den Besitz von Insiderinformationen gelangen können oder ob eine Abgrenzung zu unternehmensfernen Personen zu ziehen ist. Mit Hahn erscheint es nicht gangbar, entsprechende Verbote etwa auf sämtliche Familienangehörige der Geschäftsleitung oder gar des Personals in einer Universal- oder Effektenbank auszudehnen. (Hahn bezieht sich mit seinen Äußerungen zwar auf die Problematik der Eigen- geschäfte, seine Aussage ist aber auch für den hier vorliegenden Sachverhalt von Interesse.) ^{2,3}.

Die Verfasser des ersten maßgeblichen Kommentars zu den Insiderhandels-Richtlinien sind ebenfalls der Ansicht, daß es nicht angebracht ist, "alle diejenigen Personen zu erfassen, die möglicherweise Insiderinformationen erlangen könnten. Das sind nämlich faktisch alle Bediensteten der Gesellschaft" ⁴.

Hopt/Will empfehlen eine Kombination dahingehend, "daß all die Arbeitnehmer erfaßt werden, die beruflich mit Vorstand und Aufsichtsrat besonders eng zusammenarbeiten, und daß das Unternehmen jeweils abstrakt für bestimmte Positionen oder konkret für bestimmte Mitarbeiter kenntlich macht, wer von

1 Vgl. § 2 Abs. 1 Insiderhandels-Richtlinien n.F.

2 Vgl. Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 3. Teil, a.a.O., S. 876

3 Der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht z.B. "ist sich bewußt, daß eine umfassende, jedes Insiderhandeln ausschließende Regelung selbst dann nicht erreicht werden könnte, wenn ... einem möglichst perfektionistischen System der Vorzug gegeben würde". Verbot des Insider-Handelns, a.a.O., S. 24

4 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: Wertpapier und Börse, a.a.O., Ziff. 436, S. 20.

den Arbeitnehmern unter diese Kategorie fallen soll." ¹

Auch Brunner sieht von einer vollkommenen Lösung ab. Vom Beispiel eines geplanten Unternehmenszusammenschlusses ausgehend, befürwortet er, daß z.B. Personen, die durch einen Irrläufer ein Geheimnis erfahren haben oder die zufällig Teile eines nicht für sie bestimmten Dienstgesprächs mitgehört haben, von der Insider-Regelung ausgeklammert werden, "weil ihnen das sichere Wissen um das Geheimnis kaum je wird nachgewiesen werden können" ².

b) Beurteilung der Zweckmäßigkeit des Einbeziehens dieses Personenkreises

Das Einbeziehen sämtlicher Mitarbeiter von Kreditinstituten ist - das zeigt der Blick in die maßgebliche Literatur - weder sinnvoll noch praktikabel.

Es erscheint vielmehr richtig und wesentlich, die Insiderhandels-Richtlinien konsequent anzuwenden, denn Angestellte der Kreditinstitute sind den Insidern gleichgestellt ³, allerdings nur insoweit, "als sie an unternehmenspolitischen Maßnahmen im Sinne des § 2 Nr. 3 Satz 3 beteiligt werden und dabei Insiderinformationen erhalten" ⁴. Trotz dieses Nachteils - Beschränkung auf Maßnahmen in Ausübung der konsortialgeschäftlichen Tätigkeit, ohne Berücksichtigung sonstiger Maßnahmen oder Erkenntnisse wie z.B. im Kreditsektor - dürfte die Regelung nach den Insiderhandels-Richtlinien flexibel genug sein, um einen tragbaren Kompromiß darzustellen ⁵.

1 Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: Europäisches Insiderrecht, a.a.O., S. 155

2 Brunner, Max: Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei? a.a.O., S. 184

3 Vgl. S. 97 dieser Arbeit

4 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: Wertpapier und Börse, a.a.O., Ziffer 436, S. 20

5 Was Empfehlungen in Wertpapieren anbetrifft, ist der personelle Anwendungsbereich wesentlich weiter gezogen worden. Nach den Händler- und Beraterregeln gehören zu diesem Kreis sowohl die im Börsenhandel als auch die in der gewerblichen Anlageberatung tätigen Mitarbeiter im Wertpapiergeschäft im weitesten Sinne. Vgl. § 1 Satz 1a Händler- und Beraterregeln n.F.

III. Einbeziehen der Analysten

a) Das Tätigkeitsgebiet des Analysten

Analysten sind Personen, deren Hauptaufgabe die Aktienanalyse ist: die "Erfassung und Aufbereitung der Daten und Informationen über die Aktie und über die durch die Aktie repräsentierte Unternehmung (Aktiengesellschaft) in kritikfähiger Weise" ¹.

Die Analysten gewinnen überwiegend ihr Informationsmaterial zum einen aus Zwischenberichten und Jahresabschlüssen der Gesellschaft, zum andern aus Betriebsbesichtigungen und Gesprächen mit den für das Unternehmen Verantwortlichen. Auf diese Weise erfahren sie häufig Gesellschaftsinterna, die der Öffentlichkeit noch nicht oder nicht in dieser Ausführlichkeit bekannt sind.

b) Die unterschiedlichen Maßstäbe bei der Einbeziehung der Analysten

Es läge darum nahe, die Analysten in die Gruppe der Insider nach den Insider-Regeln einzubeziehen, da sie "Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen Umständen, die von Einfluß auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können" ², erfahren.

Die generelle Einbeziehung in die Insider-Regeln scheitert jedoch daran, daß dieser Insider-Begriff "gesellschaftsbezogen" ist, d.h. der Insider muß in einem bestimmten Verhältnis zu der Gesellschaft stehen. Demnach wären Insider nur diejenigen Analysten, die etwa Kreditinstituten, deren Vermögensverwaltungsabteilungen ³ oder einer verbundenen Tochtergesellschaft angehören. "Die Insidereigenschaft ... bezieht sich nur auf die Gesellschaft oder das mit ihr verbundene Unternehmen ... Kenntnisse, die die betroffenen Personen über andere

1 Schlenbach, Helmut: Die Bewertung von Aktien, a.a.O., S. 13 f.
2 § 2 Nr. 3 Satz 1 Insiderhandels-Richtlinien n.F.

3 Auf diesen Aspekt weist u.a. Hopt hin. Vgl. Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 107

Unternehmen erhalten, könnten danach von ihnen ausgenutzt werden, ohne daß sie selbst mit den Richtlinien in Konflikt geraten." ¹

Analysten, die nicht Mitarbeiter eines Kreditinstituts oder eines sonstigen Unternehmens sind, fallen demnach nicht unter die Insider-Regeln. Zu denken ist in diesem Zusammenhang an einen Fall ², der sich kürzlich beim Besuch von Analysten bei einem Maschinenbauer ereignete. Über das Ergebnis des Firmenbesuchs wurde von einem Analysten öffentlich berichtet, und der Berichterstatter handelte sich eine Rüge des Analysten-Dachverbandes "DVFA" ³ ein. Gefordert wurde von diesem, 'daß der DVFA-Veranstaltungsteilnehmer die erhaltenen Informationen ausschließlich in die hausinternen Anlageüberlegungen einfließen läßt und sie ggf. im Kundeninteresse verwendet. Eine eigene Pressepublikation ist in jedem Falle ausgeschlossen.' ⁴

Der Verfasser des zitierten Aufsatzes ⁵ beklagt die angestrebte "Vertraulichkeit in Zusammenhang mit den Unternehmensbesuchen" und fordert statt dessen, "daß die Aussagen der Unternehmensleitungen anlässlich solcher Besuche natürlich keiner Vertraulichkeit unterliegen können und sollen." Ein nicht ganz verständlicher Standpunkt, bei dem offenbar die journalistische Pflicht der Berichterstattung die Oberhand behielt über die Interessen der Vereinigung.

c) Lösung zur generellen Einbeziehung

Zu einer denkbaren Lösung könnte ein Blick über unsere Grenzen beitragen. In den Vereinigten Staaten existiert seit 1940 der sogenannte Investment Advisers Act, der gesetzlich vorschreibt, daß Personen, die gewerbsmäßig für andere Analysen erstellen, bei der Börsenaufsichtsbehörde (SEC) registriert

1 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 506

2 Vgl. NN: Der Analysten Vertraulichkeit, in: Börsen-Zeitung vom 26.1.1979, S. 3

3 Abkürzung für Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung

4 NN: Der Analysten Vertraulichkeit, a.a.O., S. 3

5 Bruno Hidding, Redakteur der angesehenen Börsen-Zeitung und Mitglied des DVFA

sein müssen "und besonderen Bestimmungen zum Schutze des Publikums unterstehen" ¹. Dieses Gesetz hat also das saubere Geschäftsgebaren der Analysten sicherzustellen. Analog der amerikanischen Regelung ließe sich für die deutschen Analysten fordern, daß sie sich beim Börsenvorstand ihrer jeweiligen Heimatbörse registrieren ließen und einem noch auszuarbeitenden "Wohlverhaltenskodex" freiwillig unterwürfen. Die DVFA sollte beispielgebend vorangehen und von ihren Mitgliedern die Unterwerfung unter diese Bedingungen verlangen.

IV. Einbeziehen ehemaliger Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder, sofern noch beratend tätig

Gemäß den Insiderhandels-Richtlinien sind Insider gesetzliche Vertreter und Aufsichtsratsmitglieder der Gesellschaft ². Über aus der Gesellschaft ausgeschiedene, aber diese noch beratende Personen aus dem genannten Kreis wird in den Insider-Regeln nicht Stellung genommen. Zweifellos fließen diesen jedoch bei ihrer Tätigkeit noch immer Insiderinformationen zu, so daß die Gefahr des Mißbrauchs gegeben ist. Es wäre sinnvoll, die Insider-Regeln dahingehend zu ergänzen, daß auch ehemalige Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in den Insider-Begriff einbezogen werden, sofern sie noch beratend tätig sind. Zu denken ist nicht an eine begrenzte Dauer der Insidereigenschaft, sondern diese sollte sich über die ganze Zeit des Beratervertrages ³ erstrecken.

1 Klainguti, Ernest: a.a.O., S. 38

2 Vgl. S. 65f. dieser Arbeit

3 Die Praxis zeigt, daß diese Verträge durchaus nicht unüblich sind. "Besonders schwierig wird es für die Firma, wenn solch ein Mitarbeiter dann doch eines Tages gehen muß. Dann ringen die Scheidenden dem Unternehmen Beraterverträge ab, möglichst auch einen Schreibtisch auf der Etage, auf der sie bislang als Chef residierten. Zahlreiche deutsche Großunternehmen halten Büros als Refugien für die Ausgeschiedenen bereit." Mang, Rudolf: Ruhestandsschulung in deutschen Firmen, in: Capital Nr. 3, März 1979, S. 21

V. Einbeziehen eventuell vorhandener Beiräte (Berater im weiteren Sinne)

a) Vorkommen von Beiräten

Der Beirat hat hauptsächlich Bedeutung bei nicht-emissionsfähigen Gesellschaften, die nicht Aktiengesellschaften sind ¹.

Bei Aktiengesellschaften findet sich der Beirat in der Satzung einer großen Zahl von Gesellschaften, obwohl dieses Organ im Gesetz nicht erwähnt ist ².

b) Funktion des Beirats

Mitglieder des Beirats sind bei Nicht-Banken nichttätige Gesellschafter, Leiter von Kreditinstituten, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte, Personen aus befreundeten Unternehmen etc.

Unternehmen werden sich vor allem dann um die Übernahme von Beiratssitzen durch ihre Hausbank "bemühen, wenn ihre angeschlagene Bonität ein entsprechendes Entgegenkommen der Bank mit Beiratspositionen auslösen soll" ³.

Beiratssitze bei Volksaktiengesellschaften haben nur "propagandistischen" ⁴ Charakter.

Demgegenüber gehören die von Banken angebotenen Beiratspositionen zum absatzpolitischen Instrumentarium oder zum Beziehungswettbewerb. Kreditinstitute bieten häufig Beiratssitze an, die "entsprechende Interessenwahrung versprechen und sich daraus eine entsprechende Kundentreue ableiten" ⁵.

So sieht die Satzung einer Großbank vor, daß der Vorstand zur Intensivierung der geschäftlichen Kontakte mit der Wirtschaft einen Beraterkreis der Gesamtbank und Bezirksbeiräte bilden kann ⁶.

1 Vgl. Zimmerer, Carl: Die Beteiligungsfinanzierung der nicht-emissionsfähigen Unternehmung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S.543 ff.

2 Vgl. derselbe: Die Organe der AG und die Stellung des Wirtschaftsprüfers, in: NB 1966, S. 48

3 Hahn, Oswald: Die Führung des Bankbetriebes, a.a.O., S. 234

4 Zimmerer, Carl: Die Organe der AG und die Stellung des Wirtschaftsprüfers, a.a.O., S. 48

5 Hahn, Oswald: Die Führung des Bankbetriebes, a.a.O., S. 234

6 Vgl. § 8 Satzung der Deutsche Bank AG vom 11.7.1978

Bei einem bayerischen Regionalinstitut soll der Beirat der Bank "den ständigen Rat von Persönlichkeiten, die der Bank geschäftlich oder persönlich verbunden sind, sichern" ¹.

c) Beiräte und Insidergeschäft

Bereits aus dieser allgemeinen Funktionsbeschreibung ² zweier deutscher Kreditinstitute über ihre Beiräte geht hervor, daß diese durchaus vor unternehmensrelevanten Entscheidungen konsultiert werden können. Der Informationsfluß wird natürlich in beide Richtungen verlaufen, so daß ein Beiratsmitglied von Insiderinformationen Kenntnis erhalten kann. Hieraus ist der Schluß zu ziehen, daß Mitglieder eines Beirats - obwohl unternehmensfremd - den Insidern gleichzustellen ³ und in den Insiderbegriff einzubeziehen sind.

d) Erweiterung der Insiderhandels-Richtlinien

Die Insiderhandels-Richtlinien gehen von einem "gesellschaftsbezogenen" Insiderbegriff aus: jeder, der außerhalb der Gesellschaft steht, der "Outsider", kann nicht gleichzeitig Insider sein ⁴. Der dargestellten Bedeutung der Beiräte entsprechend sollte hier dennoch ein Ausnahmetatbestand geschaffen werden, um die in diesem Punkt ungenügende Insiderregelung materiell zu erweitern und der eben geäußerten Kritik Rechnung zu tragen ⁵. Denn letztlich ist Böhner zuzustimmen, der meint: "Es ist völlig gleichgültig, w i e jemand eine Insiderinformation erhält, maßgeblich ist, d a ß er sie bekommt. Die Kenntnis wesentlicher Informationen macht jemanden zum Insider, nicht seine Stellung oder Funktion innerhalb einer Ge-

1 Steffan, Franz: Bayerische Vereinsbank 1869 - 1969, München 1969, S. 417

2 Näheres ergibt sich aus den Geschäftsordnungen für die Beiräte der jeweiligen Kreditinstitute. Erwähnt sind Beiräte auch in § 160 Abs. 3 Nr. 8 AktG

3 In diesem Sinne auch Renner, Volker: a.a.O., S. 58

4 "Mitglieder von Beiräten ... gehören nicht dazu" (zu den Insidern, Anm. d. Verf.), Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 505

5 Der Arbeitskreis Gesellschaftsrecht trifft - nachdem nicht alle überhaupt in Frage kommenden Personen erfaßt werden können - im Rahmen seines erweiterten Insider-Begriffs eine Beschränkung "auf diejenigen Personen, deren Tätigkeit für die Gesellschaft oder deren Verbindung mit ihr so gestaltet
Forts. s. S. 198

sellschaft." ¹

VI. Einbeziehen von Unternehmens- und Steuerberatern, Rechtsanwälten, Notaren und deren Mitarbeitern (Berater im engeren Sinn)

a) Stellung und Aufgaben der Berater im engeren Sinn

Die Gruppe der unternehmens-, steuer- und rechtsberatenden Berufe unterscheidet sich von den Beiräten durch ihre Unternehmensnähe und ihre Beratungspflicht, die zum Teil sogar gesetzlich geregelt ist ². Zu Sitzungen des Aufsichtsrates können zum Beispiel Berater hinzugezogen werden, desgleichen können an diesen Personenkreis Prüfungsaufgaben des Aufsichtsrats delegiert werden. Es ist naheliegend, daß den Beratern alle zur Beratung und Beurteilung notwendigen Unternehmensinterna vorgelegt werden, auch soweit es sich um "Kenntnisse von noch nicht bekanntgegebenen oder bekanntgewordenen bewertungsrelevanten Umständen handelt".

Dieser Personenkreis ist demnach den Insidern zuzurechnen. ³

b) Schwierigkeiten durch die bestehende Insider-Regelung

Probleme könnten sich aus der Tatsache ableiten, daß der angesprochene Personenkreis - ebenso wie die bereits diskutierten Beiräte und die noch zu besprechenden Prüfer - nicht unter die gesellschaftsbezogen definierte Insidereigenschaft fällt. Ein wesentlicher Mangel ⁴ der Insiderhandels-Richtli-

ist, daß sie erfahrungsgemäß Einblick in gewisse, nur Insidern zugängliche Verhältnisse der Gesellschaft gewährt". Hueck, Götz u.a.: Arbeitskreis Gesellschaftsrecht: Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 76

¹ Böhner, Reinhard: a.a.O., S. 233

² Das Aktiengesetz spricht in diesem Zusammenhang von Sachverständigen und Auskunftspersonen. Vgl. §§ 109 Abs. 1 Satz 2 und 111 Abs. 2 Satz 2 AktG

³ Das gleiche gilt für deren Mitarbeiter, die sich nur durch den Grad der Unternehmensnähe - und damit durch die Intensität der Informationen - vom oben genannten Personenkreis unterscheiden.

⁴ Dies war auch mit einer der Gründe für die Vorlage des Gesetzesvorschlages durch den Arbeitskreis Gesellschaftsrecht. Vgl. Hueck, Goetz u.a.: Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 18

nien zeigt sich an dieser Stelle ganz deutlich: nicht nur Personen, wie sie die Richtlinien statuieren, sind Empfänger von Insiderinformationen, sondern ein ebenso bedeutender Personenkreis außerhalb der Gesellschaft, wobei das Erlangen dieser Informationen nicht auf Zufall beruht, sondern auf der - dauernden oder zeitweiligen - Beziehung zu der Gesellschaft.

c) Verschwiegenheitspflicht

Der Beraterkreis im engeren Sinne unterliegt dem Berufsgeheimnis, das in den einschlägigen Spezialgesetzen geregelt ist ¹. Ferner gilt allgemein die strafrechtliche Vorschrift ², wonach bestraft wird, "wer unbefugt ein fremdes Geheimnis ... offenbart, das ihm als Rechtsanwalt, ... Notar, ... Steuerberater ... anvertraut worden oder bekanntgeworden ist".

Die Mitarbeiter bzw. Gehilfen des genannten Personenkreises werden wie diese behandelt. Unternehmensberater dürften sich, dem Wesen und ihrer Funktion nach, einer der eben genannten Berufsgruppen zuordnen lassen, so daß für sie dann die gleichen Vorschriften Anwendung finden.

Abzugrenzen ist die Frage nach der Dimension der Verschwiegenheit. Sind nur diejenigen Informationen zu verschweigen, die in Ausübung der beruflichen Tätigkeit erlangt werden? Fallen auch Äußerungen von Bekannten und Freunden im privaten Kreis unter die Bestimmungen?

d) Lösungsansatz

Wegweisend könnte ein Vorschlag des bereits mehrfach zitierten Arbeitskreises Gesellschaftsrecht sein: Abkehr vom gesellschaftsbezogenen Insiderbegriff, Hinwendung zum Begriff der

1 Steuerberater: § 57 Steuerberatungsgesetz
Rechtsanwälte: § 53 Strafprozeßordnung
Notare: § 18 Bundesnotarordnung

2 § 203 Strafgesetzbuch, ferner die betreffenden Vorschriften der Zivil- und Strafprozeßordnung

"informationsprivilegierten" und/oder "unternehmensnahen" Person ¹.

Der Vorteil dieser Regelung ist offenkundig: Der hier zu untersuchende Personenkreis, der in aller Regel nicht dem Unternehmen angehört, sondern lediglich Beraterfunktionen ausübt, würde bei der vorgeschlagenen Lösung voll wirksam in eine Insider-Regelung mit einbezogen werden. Der Kritik ² an der "Lückenhaftigkeit" der bestehenden Regelung hinsichtlich des in Frage kommenden Personenkreises wäre weitgehend der Boden entzogen.

VII. Einbeziehen von Wirtschaftsprüfern sowie deren Mitarbeitern

a) Wirtschaftsprüfer und Insidereigenschaft

"Wirtschaftsprüfer haben die berufliche Aufgabe, betriebswirtschaftliche Prüfungen, insbesondere solche von Jahresabschlüssen wirtschaftlicher Unternehmen, durchzuführen und Bestätigungsvermerke über die Vornahme und das Ergebnis solcher Prüfungen zu erteilen." ³

Aus der Aufgabenbeschreibung der Wirtschaftsprüfer sowie aus den einschlägigen aktienrechtlichen Bestimmungen ⁴ ergibt sich zwangsläufig, daß es dem Prüfer gestattet sein muß, Einblick und Kenntnis von Gesellschaftsinterna zu nehmen. Darüber hinaus kann er vom Vorstand "Aufklärungen und Nachweise verlangen, welche für eine sorgfältige Prüfung notwendig sind." ⁵

Wirtschaftsprüfer "sind deshalb ebenfalls den Insidern mit hohem Informationsstand zuzurechnen" ⁶. Es stellt sich darum unmittelbar die Frage, ob und gegebenenfalls welche konkreten Normen bestehen, diese Personengruppe an der Ausübung oder Weitergabe von Insiderinformationen zu hindern.

1 Vgl. Hueck, Goetz u.a.: Verbot des Insiderhandelns, a.a.O., S. 27 ff.

2 Vgl. z.B. Leistner, Georg: Das Insiderrecht in der Bundesrepublik - Ein Schlag ins Wasser! In: Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, S. 204; Hölzler, Heinrich/Hoffmann, Hans: Schützen die Insider-Vorschriften den Insider? In: Kreditwesen 1975, S. 310

3 § 2 Wirtschaftsprüferordnung (WPO) (Gesetz über eine Berufsordnung der Wirtschaftsprüfer) vom 24.7.1961, BGBl I, S. 1049

4 Vgl. §§ 162 ff., 142 ff. AktG

5 § 165 Abs. 2 AktG

6 Hueck, Goetz u.a.: a.a.O., S. 85

b) Unterlassungspflichten

Vom Aktiengesetz wird den Abschlußprüfern und ihren Gehilfen - das wurde bereits betont - aufgrund ihrer besonderen Vertrauensposition eine Verschwiegenheitspflicht auferlegt ¹. Auch Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse, die Abschlußprüfer bei ihrer Tätigkeit erfahren, dürfen von ihnen nicht unbefugt verwertet werden ².

"Unbefugte Verwertung" ist "jede nicht ausdrücklich oder stillschweigend genehmigte Verwertung durch den Abschlußprüfer außerhalb seiner Tätigkeit für die Gesellschaft" ³. Damit ist klargestellt, daß es dem Prüfer aktienrechtlich verboten ist, seine zum Teil sehr detaillierten Kenntnisse der Gesellschaft selbst auszunutzen oder ausnutzen zu lassen.

Neben dem Aktienrecht soll das Berufsrecht des Wirtschaftsprüfers diesen zur Einhaltung seiner Pflichten anhalten. Der Wirtschaftsprüfer ist verpflichtet, "sich jeder Tätigkeit zu enthalten, die mit dem Beruf oder mit dem Ansehen des Berufs unvereinbar ist" ⁴. Es ist Renner zuzustimmen, der hierzu sowohl Insidergeschäfte als auch die Weitergabe von Insiderinformationen an Dritte zählt ⁵. "Die Ausnützung von Informationsvorteilen zu eigennützigen, gesellschaftsfremden Zwecken stellt darum einen Bruch des seitens der Gesellschaft in den Wirtschaftsprüfer gesetzten Vertrauens dar. Mit dem Ansehen ihres Berufes sind derartige Transaktionen schlechthin nicht vereinbar." ⁶

Außer dem Aktienrecht und der Wirtschaftsprüferordnung sind noch die Richtlinien für die Berufsausübung der Wirtschaftsprüfer ⁷ zu erwähnen, die von Bedeutung für Insiderfälle sein könnten. So heißt es dort beispielsweise in den "richtungs-

1 Vgl. § 168 Abs. 1 AktG. Vgl. auch S. 118 dieser Arbeit

2 Vgl. § 168 Abs. 1 Satz 2 AktG

3 Völschau, Klaus: a.a.O., S. 66

4 § 43 Abs. 2 Satz 1 WPO

5 Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 169

6 Ebenda

7 Richtlinien für die Berufsausübung der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer, festgestellt von der Wirtschaftsprüferkammer am 9.7.1964

weisenden Feststellungen" zur Verschwiegenheit: "Erfährt der Wirtschaftsprüfer im Rahmen seiner Berufsausübung von geschäftlichen Entschlüssen oder Transaktionen eines Auftraggebers, so darf er diese Kenntnisse auch nicht für eigene Vermögensdispositionen nutzen." ¹

c) Ahndung von Pflichtverletzungen der Wirtschaftsprüfer

"Wer vorsätzlich oder fahrlässig seine Pflichten verletzt, ist der Gesellschaft ... zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet." ²

Zu den Pflichten gehören in diesem Zusammenhang an erster Stelle die oben erwähnte Verschwiegenheitspflicht sowie die Pflicht, keine Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse unbefugt zu verwerten. Die Strafvorschriften des Aktiengesetzes sind u.a. darauf gerichtet, "die schutzwürdigen Interessen der Gesellschaft in bezug auf Geschäftsgeheimnisse zu wahren" ³.

Die Standesmaßnahmen sind abgestuft und reichen von der Belehrung über die Rüge bis zur Ausschließung aus dem Beruf ⁴.

Eine Haftung gegenüber einem durch ihn geschädigten Anleger übernimmt der Wirtschaftsprüfer in keinem Fall ⁵. Dennoch kann der Auffassung von Schwark gefolgt werden, der in dem kodifizierten Standesrecht eine ausreichende Sicherung gegen Ausnutzung ihnen bekannt gewordener Informationen sieht ⁶.

Ergänzend wäre der Vorschlag von Zimmerer aufzugreifen, den Wirtschaftsprüfer fest auf eine bestimmte Zeit zu wählen und die Möglichkeit der Wiederwahl rechtlich auszuschließen ⁷.

Insiderfälle von Wirtschaftsprüfern sind bis heute bei uns nicht bekannt geworden.

¹ Richtlinien für die Berufsausübung der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer, festgestellt von der Wirtschaftsprüferkammer am 9.7.1964, Ziffer IV, Satz 3

² § 168 Abs. 1 Satz 3 AktG

³ Völschau, Klaus: a.a.O., S. 189

⁴ Neben der zivilrechtlichen Verantwortung des Wirtschaftsprüfers besteht noch die strafrechtliche, die aber hier nicht näher untersucht werden soll.

⁵ Vgl. Renner, Volker: a.a.O., S. 170

⁶ Vgl. Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, a.a.O., S. 1609. Anderer Ansicht Bruns, Heiko: a.a.O., S. 169 und Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 117, 102 FN 49. Hier wird einseitig auf die Haftung gegenüber dem Geschädigten abgestellt.

⁷ Vgl. Zimmerer, Carl: Die Organe der AG und die Stellung des Wirtschaftsprüfers, a.a.O., S. 49

VIII. Einbeziehen der Ehegatten und Kinder der in I. bis
VII. genannten Personen

a) Notwendigkeit des Einbeziehens

Familienangehörige "kommen als erste für die Rolle eines Strohmannes bei Umgehungsgeschäften in Frage" ¹. Bei der Verabschiedung der Insider-Regeln ist übersehen worden, daß "vor allem familiäre Nähe und Einblick in das Innere eines Unternehmens gewähren und den Kreis der Mitwisser ausweiten" ².

Als ein Beispiel für viele sei der Fall Tasminex aus dem Jahr 1970 genannt, bei dem sich der Chairman der Gesellschaft und seine Ehefrau durch das Ausnutzen von Insiderinformation große Gewinne verschafften. Bei Boswau und Knauer AG "waren es wohlinformierte Großaktionäre - der Vorsitzter und ein weiteres Mitglied des Aufsichtsrats, übrigens Neffe und Onkel - die im Jahre 1964 ihre Millionenverluste stillschweigend einem ahnungslosen Börsenpublikum zuschoben" ³.

b) Festlegung des Personenkreises

Es sind mehrere Alternativen denkbar, den als Insider in Frage kommenden Personenkreis abzugrenzen. Allen Modellen ist jedoch eine gewisse Willkür gemeinsam.

Zum einen könnte als Kriterium die Intensität der familiären Bindung ⁴ genannt werden, wobei dann die räumliche Entfernung und Häufigkeit der Kontakte eine Rolle spielen.

1 Hueck, Goetz u.a.: a.a.O., S. 85. Die Verfasser beschränken den Kreis jedoch auf Ehegatten und minderjährige Kinder.

2 Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 75

3 Ebenda, S. 22

4 Wüstemann, Gerd: Probleme der Glaubwürdigkeit von Abschlußprüfern: Wirtschaftsprüfer und Certified Public Accountants, Frankfurt-Zürich 1975, S. 43

In zahlreichen ausländischen gesetzlichen Regelungen werden zum andern Ehegatten und Kinder gesondert genannt, aber auch Eltern und minderjährige Kinder ¹. Die wohl bisher beste Lösung bieten die amerikanische und kanadische Regelung: "Der Gedanke des Zusammenlebens unter einem Dache wird zum entscheidenden Kriterium." ² Diese Variante bietet den Vorteil, daß sowohl Minder- und Volljährige als auch Nicht-Ehegatten ³ in die Regelung miteinbezogen werden können, sofern sie nur mit einem der oben genannten Insider im gleichen Haus wohnen.

IX. Ergebnis

Die Insider-Richtlinien in ihrer derzeitig gültigen Fassung decken nur - und das zeigen die Ausführungen deutlich - einen kleinen, wenn auch wichtigen Bereich der als Insider in Frage kommenden Personen ab. Erweiterungsvorschläge wurden diskutiert, wobei jedoch eine lückenlose Erfassung sämtlicher Personen von vornherein nicht beabsichtigt war. Die vorgeschlagenen Personen bzw. Personengruppen könnten dennoch einen entscheidenden Schritt in die angestrebte Richtung, nämlich einen verbesserten Schutz des Anlegers vor Insidern, darstellen. Die Zweckmäßigkeit der Regelung würde darunter sicher nicht leiden.

C. Erweiterung des bestehenden Kreises der Insider-Papiere

Sieht man sich die Wertpapiere an, die für einen Mißbrauch durch Insider in Frage kommen, dann fällt auf, daß der Begriff des Insiderpapiers je nach Land unterschiedlich definiert wird. Auch variieren die Regelungen bezüglich der Handelsart, nämlich von der Einbeziehung ausschließlich des amtlichen Verkehrs über den geregelten bis einschließlich zum unregulierten Freiverkehr.

¹ Vgl. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 75

² Ebenda

³ Z.B. Geschiedene, aber noch Zusammenlebende, oder Wohngemeinschaften

Im weiteren soll schwerpunktmäßig untersucht werden, wie die Bestimmungen über die Insider-Papiere sinnvoll erweitert werden könnten.

I. Inländische Emittenten mit ganzer oder teilweiser Anerkennung der Insider-Regeln (amtlicher Handel und geregelter Freiverkehr)¹

Ein großer Teil der Umsätze an den acht deutschen Wertpapierbörsen - sowohl dem Wert als auch der Stückzahl nach² - wird heute im amtlichen Handel getätigt³. Dennoch ist das Gewicht des geregelten Freiverkehrs nicht unbeachtlich. Bedeutung erlangt er für die Wertpapiere, deren Einführung zum amtlichen Handel nicht oder zunächst nicht beabsichtigt ist. Als Gründe sind anzuführen die strengeren Publizitätsauflagen bei der amtlichen Einführung, die Emissionskosten, der geringe Anteil des frei handelbaren Aktienkapitals (Familien-AG) etc.

Über die Anzahl der Aktiengesellschaften, die die Insider-Regeln ganz oder teilweise anerkannt haben, wurde bereits an anderer Stelle berichtet⁴.

1 Die Spezialliteratur auf diesem Gebiet ist sehr spärlich. Nennenswert sind Scheller, Georg: Der Handel in amtlich nicht notierten Werten, Berlin 1924, sowie aus jüngerer Zeit NN: Geregelter Freiverkehr, in: Das Wertpapier 1964, S. 860 ff.; ferner Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 277 f., 301; derselbe: Die Kapitalquellen: Außen- und Innenfinanzierung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 87

2 Siehe auch Tabelle 3 auf S. 144 dieser Arbeit

3 Offizielle Zahlen über das Verhältnis "im amtlichen Verkehr gehandelte" - "im geregelten Freiverkehr gehandelte" Aktien liegen nicht vor. Die letzten verfügbaren Daten stammen aus dem Jahr 1967. Von den insgesamt 1976 börsengehandelten Aktiengesellschaften (Mehrfachnotierungen an verschiedenen Börsen möglich) wurden 1.381 Aktien im amtlichen Verkehr gehandelt, dagegen nur 295 Stück im geregelten Freiverkehr. Die entsprechende Zahl für 1978 lautet 459, in diese Zahl sind die Titel aus dem amtlichen Handel und dem geregelten Freiverkehr zusammengefaßt. Vgl. hierzu Luthje, Bernd: a.a.O., S. 151.

Über die im geregelten Freiverkehr getätigten Umsätze gibt es allenfalls Schätzungen.

4 Siehe S. 63 dieser Arbeit

II. Problematik der an deutschen Börsen notierten ausländischen Wertpapiere

a) Ausländische Wertpapiere an den Börsenplätzen Frankfurt und Düsseldorf

Die "Stärkung der internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte" ¹ ist eine Folge der zunehmenden Heranführung ausländischer Emittenten an deutsche Börsen. Im gleichen Ausmaß wachsen aber die Gefahren, die mit der Insider-Problematik verbunden sind.

Die Frankfurter Wertpapierbörse und die Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf sind die beiden bei Auslandswerten führenden deutschen Börsenplätze. Ihre Bedeutung auf diesem Sektor läßt sich anhand folgender Zahlen deutlich erkennen:

An der Frankfurter Wertpapierbörse betrug der Anteil an den Gesamtumsätzen aller westdeutschen Börsen in 1978 in ausländischen Aktien 64 % und in ausländischen festverzinslichen Wertpapieren 80 % ².

Die entsprechenden Vergleichszahlen für die Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf lauten wie folgt: ausländische Aktien 29 %, ausländische festverzinsliche Wertpapiere 18 % ³. Die übrigen westdeutschen Börsenplätze spielen in dieser Hinsicht nur eine zweitrangige Rolle ⁴.

b) Darstellung des Problems

Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf ausländische, an deutschen Börsen gehandelte Aktien.

1 Ernst, Gernot: Frisches Blut an die Börse, in: Börsen-Zeitung vom 24.3.1979, S. 2

2 Vgl. Frankfurter Wertpapierbörse, Jahresbericht 1978, S. 12; NN: Frankfurt führend bei Auslandswerten, in: Börsen-Zeitung vom 27.2.1979, S. 5

3 Vgl. Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf, Bericht 1978, S. 10, sowie eigene Berechnungen

4 Wegen ihrer überragenden Bedeutung auf dem Sektor der ausländischen Wertpapiere sind nur die beiden Börsenplätze Frankfurt und Düsseldorf zahlenmäßig herausgestellt worden.

In der Regel herrscht im Ausland die Namensaktie vor ¹. Um den Handel und die Abwicklung mit solchen Wertpapieren in Deutschland zu vereinfachen und die jeweilige - bei Eigentumsübergang erforderliche - Umschreibung zu vermeiden, werden die Effekten zertifiziert, d.h. im Aktionärsregister der ausländischen Gesellschaft erscheint der Name des deutschen Kreditinstitutes oder Kassenvereins ². Der oder die Käufer dieser Wertpapiere sind jedoch nur dem als Kommissiö- när auftretenden Kreditinstitut, nicht aber der Aktiengesellschaft oder dem Partner des Geschäftsabschlusses bekannt. Insofern ergibt sich kein Unterschied zur Handhabung mit deutschen Aktien.

Ausländische Inhaberaktien - zu denken ist in diesem Zusammenhang etwa an die internationalen niederländischen Werte - werden wie inländische Aktien in Originalzertifikaten gehandelt ³.

Die Schwierigkeit bei beiden Aktiengattungen besteht nur darin, daß diese von der gültigen Insider-Regelung nicht erfaßt werden ⁴, ein Mißbrauch jedoch auch mit diesen Wertpapieren denkbar und möglich ist.

c) Lösungsansatz

Es erscheint sinnvoll, sich an die modifizierte Fassung der Empfehlung der EG-Kommission "Europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen" ⁵ zu halten.

In dieser vom Bundesministerium der Finanzen den zuständigen Verbänden und Institutionen zugeleiteten Neufassung wird der Begriff "Wertpapier" definiert: "alle Papiere, die auf einem organisierten Markt gehandelt werden oder deren Einführung beabsichtigt ist" ⁶.

1 Zu Wesen und Zweck der Namensaktie vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 214 ff.

2 Vgl. ausführlich Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 3. Teil, Selbstverlag 1974, S. 788 ff.

3 Fälschungssicherheit der Urkunde und eine gängige Fremdsprache seien hier unterstellt.

4 Die Insider-Regeln verstehen unter Insiderpapieren nur solche, die von einer inländischen Gesellschaft emittiert worden sind. Vgl. Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: Wertpapier und Börse, a.a.O., Ziffer 436, Nr. 25

5 Vgl. NN: Wohlverhaltensregeln für Wertpapier-Transaktionen, Handelsblatt vom 26.6.1979, S. 4;

6 NN: Wohlverhaltensregeln für Wertpapier-Transaktionen, a.a.O., S. 4

Mit dieser Definition wird zweierlei erreicht: zum einen wird nicht mehr darauf abgestellt, ob es sich um eine Gesellschaft mit Sitz im In- oder Ausland handelt, vielmehr kommt es ausschließlich darauf an, daß das Wertpapier an einer deutschen Börse gehandelt wird. Zum anderen definieren die oben genannten Empfehlungen die "Wertpapiermärkte" umfassend als den Markt mit amtlicher Notierung sowie den geregelten Freiverkehr und den Telefonhandel.

Diese Formulierungen könnten sehr wohl dazu beitragen, auf europäischer Ebene für ein wirksames Funktionieren der Wertpapiermärkte und für einen angemessenen Publikumsschutz zu sorgen ¹.

III. Investmentzertifikate ² als Beispiel für eine "hochentwickelte Anlegerschutzpublizität" ³

a) Kapitalanlagegesellschaften ⁴ und Insider-Regeln

Kapitalanlagegesellschaften dürfen - wohl aus Publizitätsgründen - ausschließlich in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder der Gesellschaft mit beschränkter Haftung ⁵ geführt werden ⁶. Selbstverständlich können auch hier Insider vorkommen, und es fragt sich, ob diese von den Insider-Regeln erfaßt werden.

1 Vgl. NN: Ein Ehrenkodex fürs Effek tengeschäft, in: Börsen-Zeitung vom 23.6.1979, S. 2

2 Hahn spricht von "Investmentunternehmungen" und ordnet diese dem Typ der "Fondsgesellschaft" zu. Vgl. Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 3. Teil, a.a.O., S. 543 ff. Zur Typologie der Investmentgesellschaften vgl. ebenda, S. 594 ff.

3 Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 317

4 Zu Wesen und Bedeutung von Kapitalanlagegesellschaften vgl. Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 3. Teil, a.a.O., S. 590 ff. Als Gesamtdarstellung sei verwiesen auf Baur, Jürgen: Investmentgesetze (Loseblattsammlung), Berlin 1970 ff. sowie auf Flachmann, Klaus/Scholtz, Rolf-Detlev/Schork, Ludwig/Schuster, Leo/Steder, Karl-Heinz: Investment-Handbuch (Loseblattsammlung), Berlin 1970 ff.

5 Das Überwiegen der GmbH erklärt Steder damit, daß auf diese Weise die Entsendung von Arbeitnehmern in den Aufsichtsrat vermieden wird. Vgl. Steder, Karl-Heinz: Die deutsche Investmentgesetzgebung, in: Investment-Handbuch, Hrsg. Leo Schuster, Stuttgart 1971, S. 212

6 Vgl. § 1 Abs. 2 Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)

Die Insider-Regeln gelten nur für diejenigen Gesellschaften, deren Papiere in § 2 Nr. 2 Insider-Regeln genannt sind. Investmentzertifikate sind in dieser Aufzählung nicht mit erfaßt worden. Auf den ersten Blick scheinen also Kapitalanlagegesellschaften von der Insider-Regelung nicht betroffen zu sein.

Hilfe könnte jedoch das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften bieten.

Danach ¹ sind nämlich Kapitalanlagegesellschaften Kreditinstitute und unterliegen den für diese geltenden Vorschriften ².

Kreditinstitute ³ wiederum sind den Insidern gleichgestellte Dritte, sofern sie bei Maßnahmen, wie z.B. Kapitalherabsetzung, Übernahmeangebot, Umwandlung ⁴, eingeschaltet werden und dabei von Insiderinformationen Kenntnis erlangen ⁵.

"Damit werden die Insiderpapiere der Gesellschaften, die an den betreffenden Maßnahmen beteiligt sind, für die Gleichgestellten zu Insiderpapieren und die Informationen zu Insiderinformationen." ⁶

Wenn also z.B. eine Kapitalanlagegesellschaft den Anteilinhabern einer anderen Kapitalanlagegesellschaft ein Angebot zur Übernahme ⁷ ihrer Zertifikate unterbreitet und Insiderinformationen erhält, so ist insoweit - und nur insoweit - die erstgenannte Gesellschaft sowie deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte den Insidern gleichgestellt.

"Andere geschäftliche Verbindungen eines Kreditinstituts ..., die unter Umständen auch einen eingehenden Einblick in ein Unternehmen gewähren und zukünftig kursbeeinflussende Umständen

1 Vgl. § 2 Abs. 1 KAGG

2 § 1 Abs. 1 Nr. 6 Gesetz über das Kreditwesen (KWG)

3 Sowie deren Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsleiter und Angestellte, vgl. § 2 Nr. 1 Insider-Regeln

4 Vgl. § 2 Nr. 3 Satz 3 Insider-Regeln

5 Vgl. § 2 Nr. 1 Insider-Regeln

6 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: a.a.O., Ziffer 436, S. 20, Nr. 22

7 Vgl. z.B. das Angebot der Union-Investment-Gesellschaft mbH, die Anteile des Europafonds in verschiedene andere, namentlich aufgeführte Wertpapierfonds zu tauschen. Den Anteilinhabern des Europafonds, die in Zukunft die Chancen einer internationalen Anlage wahrnehmen wollen und sich ihrer Risiken bewußt sind, empfiehlt die Kapitalanlagegesellschaft den Umtausch in Anteile des Fonds Uniglobal. Vgl. Wertpapiermitteilungen, Frankfurt, 19.5.1979, S. 298

de erkennen lassen, sind im Sinne der Insiderhandels-Richtlinien keine Insiderinformationen." ¹

In dieser durchaus zutreffenden Feststellung liegt ein Teil der ungelösten Problematik ². Denn "nahezu jede Kreditbank ist heute in irgendeiner Form mit einer (oder mehreren) bestimmten Kapitalanlagegesellschaft stärker verbunden als mit den übrigen, sei es, daß die Bank selbst an der Kapitalanlagegesellschaft beteiligt ist oder daß besondere Provisionsvereinbarungen bestehen" ^{3, 4}

Wie könnte der zweifellos vorhandene Interessenkonflikt, hervorgerufen durch die enge kapitalmäßige und personelle Verflechtung zwischen Kapitalanlagegesellschaft einerseits und Depotbank andererseits, ohne Schaden für den Anteilsinhaber gelöst werden? Ist die vorhandene Anlagerschutzpublizität ⁵ ausreichend oder verbesserungsbedürftig?

b) Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften und die Verhinderung von Interessenkonflikten

1. Unzulässige Rechtsgeschäfte

Die Mitglieder des Vorstandes einer Kapitalanlagegesellschaft (Geschäftsführer) oder ihres Aufsichtsrates dürfen von jener Wertpapiere, Bezugsrechte und/oder Grundstücke weder kaufen noch an sie verkaufen ⁶.

Der Sinn dieser Vorschrift besteht darin, eine von privaten Interessen des oben genannten Personenkreises unabhängige Geschäftspolitik der Kapitalanlagegesellschaft sicherzustellen ⁷.

1 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: a.a.O., Ziffer 436, S. 20, Nr. 23

2 Auf diesen Zielkonflikt wurde bereits mehrfach hingewiesen. Zum Interessenkonflikt bei Eigen- und Fremdgeschäft, und hier insbesondere bei der Auflegung "hauseigener" Investmentfonds durch Kreditinstitute vgl. Hahn, Oswald: Der Interessenkonflikt der kontinental-europäischen Universalbank, in: Österreichische Sparkassenzeitung, Folge 3 und 4/1976, S. 63

3 Krauss, Dieter: Die Anlageberatung der Kreditbanken, Diss. München 1968, S. 80

4 Vgl. hierzu auch Willners, Günter: Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren, Wiesbaden 1966, S. 97

5 Deren Bestandteile von der Publizitäts-, Anzeige- und Prüfungspflicht über die Ausgabe-/Rücknahmepreisveröffentlichung, die Vertragsbedingungen und den Verkaufsprospekt, die Unrichtigkeit und Haftung für Prospektangaben bis hin zu den sog. Haustürgeschäften reichen.

6 Vgl. § 5 Satz 1 KAGG

7 Vgl. Baur, Jürgen: Investmentgesetze, Berlin 1970, S. 118

Auch soll auf diese Weise dafür gesorgt werden, "das sogenannte 'Abladen' von Wertpapieren an das Sondervermögen oder das 'Auskaufen' des Sondervermögens zugunsten der Verwaltungsträger der KAG zu verhindern" ¹.

Diese an sich begrüßenswerte Regelung enthält jedoch eine bedeutsame Lücke: die Gesellschaften der Kapitalanlagegesellschaft sind von der Regelung ausgenommen ². Das führt unter Umständen dazu, daß durchaus die Gefahr eines Mißbrauchs von seiten des Vorstands oder Aufsichtsratsmitgliedern von Kreditinstituten, die meistens Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaften sind, gegeben ist.

Und noch einen weiteren Mangel enthält diese Vorschrift: "Nicht verhindern lassen sich der Erwerb oder die Rücknahme von Anteilscheinen, die nur deshalb vorgenommen werden, weil der bei der Berechnung der Ausgabe- oder Rücknahmepreise zugrunde gelegte jeweilige Kurswert der zum Sondervermögen gehörenden Wertpapiere oder Bezugsrechte nicht deren wirklichem Wert entspricht, wie sich vielleicht später an Hand der inzwischen eingetretenen Kurskorrektur der Börse herausstellt." ³ Mithin sind also Insidergeschäfte in Investmentanteilscheinen durchaus möglich und werden durch die genannte Vorschrift nicht unterbunden.

2. Besondere Vorschriften für Wertpapier-Sondervermögen

Kapitalanlagegesellschaften haben sich bei der Auswahl derjenigen Wertpapiere, die sie für das Sondervermögen erwerben, nach präzisen Anlagegrundsätzen und -grenzen zu richten ⁴. Der Kern dieser Vorschriften soll dazu dienen, den "'Grundsatz der Risikomischung' in der Zusammensetzung des Sondervermögens zu gewährleisten" ⁵.

1 Baur, Jürgen: Investmentgesetze, a.a.O., S. 117

2 Die Bedeutung der Gesellschaften der Kapitalanlagegesellschaft geht aus der Tatsache hervor, daß z.B. rd. 80 % des Absatzes bei den offenen Immobilienfonds über die Gesellschafter hereinkommen. Vgl. NN: Grundbesitz-Investment, in: Kreditwesen 1979, S. 370

3 Baur, Jürgen: Investmentgesetze, a.a.O., S. 118

4 Vgl. § 8 KAGG

5 Baur, Jürgen: Investmentgesetze, a.a.O., S. 141

Die Tatsache, daß z. B. Wertpapiere, die nur in den unregulierten Freiverkehr einbezogen sind, nicht erworben werden dürfen¹, soll die Anleger vor unter Umständen unseriösen Papieren schützen².

Kapitalanlagegesellschaften dürfen für das Sondervermögen Wertpapiere desselben Emittenten nur bis zu maximal 5 % des Sondervermögens erwerben^{3,4}; mit Genehmigung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen darf diese Grenze unter bestimmten Bedingungen auf 10 % erhöht werden⁵. In der Praxis wird von dieser Ausnahme reichlich Gebrauch gemacht: im Fonds Akkumula - Depotbank Deutsche Bank AG⁶ - sind gemäß Vermögensaufstellung zum 30.9.1978 5,66 % des Fondsvermögens in Deutsche Bank-Aktien angelegt; im Fonds Concentra - Depotbank Dresdner Bank - sind gem. Vermögensaufstellung zum 31.12.1977 6,08 % vom Fondsvermögen in Aktien der Dresdner Bank AG investiert. Andere Fonds weisen ähnliche Zahlen auf. Merkwürdig erscheint auch die Tatsache, daß der Deutsche Rentenfonds - ein Fonds, der "an deutschen Börsen notierte festverzinsliche Wertpapiere"⁷ enthalten soll - laut Vermögensaufstellung zum 31.12.1978 im abgelaufenen Geschäftsjahr ausgerechnet einen Zugang von Stück -70.000-Aktien der Depotbank Dresdner Bank zu verzeichnen hatte!

1 Vgl. § 8 Abs. 1a KAGG, im Umkehrschluß

2 Werden dennoch solche Papiere erworben, so ist das Geschäft durchaus rechtswirksam. In der Regel wird jedoch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen - als Aufsichtsorgan - von seiner Eingriffsmöglichkeit Gebrauch machen. Vgl. § 2 Abs. 1 KAGG in Verbindung mit § 6 Abs. 1 KWG. Die Harmonisierung des EG-Investment-Rechts sieht im Richtlinien-Entwurf den Erwerb nicht-notierter Geldmarktpapiere sowie von Schuldscheinen vor. Zu der damit verbundenen Problematik vgl. Laux, Manfred: Die Harmonisierung des EG-Investment-Rechts, in: Kreditwesen 1978, S. 819

3 Wertpapiere von Konzernunternehmen gem. § 18 AktG werden den oben genannten Wertpapieren hinzugerechnet. Vgl. § 8 Abs. 4 KAGG.

4 "Bei der Berechnung des Prozentsatzes sind sämtliche Wertpapiere desselben Ausstellers zusammenzufassen (Aktien, Wandelschuldverschreibungen, Schuldverschreibungen, Genußscheine). Dieser Grundsatz gilt ausnahmslos, also auch beispielsweise in bezug auf von der Bundesrepublik ausgegebene Wertpapiere, etwa die verschiedenen Tranchen der Young- und Dawes-Anleihe." Baur, Jürgen: a.a.O., S. 147

5 Vgl. § 8 Abs. 3 KAGG

6 Diese ist mit 49,5 % Mehrheitsgesellschafterin der Kapitalanlagegesellschaft DWS, die den Fonds Akkumula managt. Vgl. Geschäftsbericht Deutsche Bank AG, o.O., 1978, S. 115

7 DIT, Rechenschaftsbericht 1978, o.O., S. 6

Die Übereinstimmung "quer" durch die Kapitalanlagegesellschaften ist nur für Laien überraschend. Es ist allgemein üblich, daß durch die erweiterte 10- $\frac{1}{2}$ -Klausel den Depotbanken die Möglichkeit gegeben wird, etwa bei eigenen Kapitalerhöhungen nicht plaziertes Material im "hauseigenen" Fonds vorübergehend zu "parken" ¹. Das "Abladen" in bestimmtem Umfang kann offensichtlich auch durch die bestehenden gesetzlichen Vorschriften nicht ausgemerzt werden ².

Sinnvoll wäre es, die gesetzlichen Bestimmungen dahingehend abzuändern, daß Kapitalanlagegesellschaften grundsätzlich keine Emissionen ihrer Gesellschafter oder ihrer Depotbank für ihr Sondervermögen erwerben dürfen. Hahn empfiehlt demgegenüber die marktwirtschaftliche Lösung, die den Interessenkonflikt zugunsten des machtlosen Kleinsparers löst: das tägliche Studium des Fonds-Preis-Zettels ermöglicht dem Anleger den Vergleich der Fonds untereinander. "Das seinerseits führt zum Ergebnis, daß jede Gesellschafterbank einen Preisrückgang ihrer Zertifikate als Prestigeverlust auffaßt." ³

3. Interessenwahrung der Anteilsinhaber

Die Kapitalanlagegesellschaft ist gesetzlich verpflichtet, bei der Verwaltung des Sondervermögens die Interessen der Anteilsinhaber zu wahren und die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu wahren ⁴. Wenn Mitarbeiter der Kapitalanlagegesellschaft Insiderinformationen - etwa über geplante Kapitalveränderungen bei Aktien des Sondervermögens - erhalten und diese für eigene oder ausschließlich für Zwecke der Gesell-

1 Zur Kritik an den Anlagegrenzen vgl. NN: Mit Anlagegrenzen listig gespielt, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 33 vom 9.2.1977, S. 6

2 Eingehend wird der Erwerb "eigener" Aktien von Moll behandelt. Vgl. Moll, Gerd: Zur Entwicklung des deutschen Investmentwesens, Diss. Tübingen 1974, S. 40 ff. - Zum Verkauf von "Ladenhütern" an den eigenen Fonds vgl. auch Hahn, Oswald: Der Interessenkonflikt der kontinental-europäischen Universalbank, a.a.O., S. 63

3 Hahn, Oswald: Der Interessenkonflikt der kontinental-europäischen Universalbank, a.a.O., S. 63. - Das Interesse der Anteilsinhaber an der laufenden Preisbeobachtung wird auch von Schimrock hervorgehoben. Vgl. Schimrock, Hans: Arbeitsweise, Zielsetzung und Möglichkeiten der deutschen Investmentgesellschaften, Diss. Berlin 1960, S. 86

4 Vgl. § 10 Abs. 1, Satz 1 KAGG, d.h. die Kapitalanlagegesellschaft haftet für Vorsatz und Fahrlässigkeit.

schafter ¹ der Kapitalanlagegesellschaft ausnützen, so machen sie sich haftbar. Bei der Ausübung des mit dem Sondervermögen verbundenen Stimmrechts hat die Kapitalanlagegesellschaft die Interessen der Anteilsinhaber zu wahren. ² "Sowohl die von der KAG bei der Verwaltung verlangte besondere Sorgfalt als auch die Pflicht zur Interessenwahrung stellen ein Äquivalent für die fehlende Einwirkungsmöglichkeit der Anteilsinhaber auf die Verwaltung des Sondervermögens dar." ³

4. Interessenkonflikte zwischen Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft

aa) Die personelle Trennung von Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft

Es ist gesetzlich vorgeschrieben, daß Geschäftsleiter, Prokuristen und die zum gesamten Geschäftsbetrieb ermächtigten Handlungsbevollmächtigten der Depotbank nicht gleichzeitig Angestellte der Kapitalanlagegesellschaft sein dürfen ⁴.

Der Zweck dieser Vorschrift besteht darin, daß die Depotbank ihrer Aufsichts- und Prüfungspflicht neutral nachkommen kann. Nachteilig ist jedoch die Tatsache, daß sonstige Angestellte der Depotbank (z.B. einfache Handlungsbevollmächtigte) zugleich Angestellte der KAG sein können ⁵. Außerdem könnten Personen, die nicht zugleich Angestellte der Kapitalanlagegesellschaft sind, Geschäftsleiter oder Prokuristen bei der Depotbank sein ⁶. "Geschäftsleiter der KAG (Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer), die nach allgemeiner Rechtsvorstellung keine Angestellten sind, da es an der persönlichen Abhängigkeit hinsichtlich der zu leistenden Arbeit fehlt, könnten folglich zugleich Geschäftsleiter, Prokuristen usw. der Depotbank sein." ⁷

¹ Zu denken wäre in diesem Zusammenhang etwa an einen außerordentlich umfangreichen Bezug von jungen Aktien der Depotbank oder der Gesellschafter infolge Platzierungsschwierigkeiten oder aufgrund einer desolaten Börsenlage.

² Vgl. § 10 Abs. 1 Satz 1 und § 9 Abs. 1 Satz 2 KAGG

³ Baur, Jürgen: a.a.O., S. 165

⁴ Vgl. § 12 Abs. 1 Satz 2 KAGG

⁵ Vgl. Baur, Jürgen, a.a.O., S. 180. Ebenfalls kritisch Scholtz, Rolf-Detlev, in: Investment-Handbuch 425 § 12 Rz.10, S. 7

⁶ Vgl. Baur, Jürgen: a.a.O., S. 180

⁷ Ebenda, S. 181. Anderer Auffassung Scholtz, Rolf-Detlev: a.a.O., 425 § 12 Rz. 5, S. 7

Zusammenfassend läßt sich also die Feststellung von Hopt nur unterstreichen, daß "die personelle Verflechtung zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank auch durch § 12 I 2 KAGG keineswegs allgemein untersagt ist" ¹. In der Praxis sieht es - gesetzlich zulässig - z.B. so aus, daß der Vorsitzende des Anlageausschusses der DWS - Depotbank Deutsche Bank - gleichzeitig Direktor der Deutsche Bank AG sowie Mitglied des Börsenvorstandes an der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf ist. Im Aufsichtsrat der gleichen Kapitalanlagegesellschaft ist u.a. der Mitinhaber einer ihrer Gesellschaftsbanken vertreten.

Diese Beispiele ließen sich beliebig fortsetzen; sie zeigen, daß die personelle Trennung "durchaus beachtlich" ist, sie aber nicht ausschließt, "daß im Einzelfall der Kontakt zwischen Fonds und Mutterbank eng genug ist", daß es nicht ersichtlich ist, inwieweit die "von Kreditinstituten errichteten oder ihnen nahestehenden Fonds Insiderwissen von den Kreditinstituten erhalten oder durch Verwertung bei der Fondsanlage den Anteilsinhabern zugute kommen lassen" ².

Und noch etwas ist zu berücksichtigen: Vorstandsmitglieder der Gesellschaftsbanken, z.B. der drei Großbanken, sitzen in Dutzenden von Aufsichtsräten von Gesellschaften, deren Aktien sich im Sondervermögen des "hauseigenen" Investmentfonds befinden. Es fällt deshalb nicht schwer, trotz einschlägiger gesetzlicher Regelungen der Behauptung von Senn zu folgen: "Die optimale Leitung der Fonds beruht in erster Linie auf den Informationen, die die Investmentdirektoren über die Gesellschaften der sich in ihren Fonds befindlichen Aktien erhalten. Diese Nachrichten ... beruhen also in sehr hohem Maße auf den personellen Beziehungen, welche die Gesellschafterbanken - zumeist über Aufsichtsratssitze - zu den betreffenden Aktiengesellschaften unterhalten." ³

1 Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 129

2 Ebenda

3 Senn, Wendelin: Die westdeutschen Investmentgesellschaften, Diss. Nürnberg 1960, S. 77

Die Annahme von Senn wird auch durch folgende Tatsache erhärtet: die überwiegende Mehrzahl der deutschen Kapitalanlagegesellschaften wird in der Rechtsform der GmbH geführt. Für diese schreibt das Gesetz ¹ zwingend einen Aufsichtsrat vor. Auf die Schwierigkeiten, die sich daraus ergeben können, daß ein Vorstandsmitglied eines Kreditinstitutes gleichzeitig Aufsichtsratsmitglied bei der ("hauseigenen") Kapitalanlagegesellschaft ist, weist Steder hin: "Bis zum Beweise des Gegenteils wird man auch annehmen müssen, daß die Tätigkeit als Vorstandsmitglied eines anderen Kreditinstituts zu innerlicher Abhängigkeit führt, die beim Auftreten von Interessenkonflikten Nachteile für die Anleger zur Folge haben kann." ² An dieser latenten Konfliktsituation ändert auch die Auffassung von Stolzenburg nichts, der erwartet, "daß die Interessenabwägung zu Gunsten der Fondsinhaber ausfällt" ^{3, 4}

bb) Die organisatorische Trennung ⁵ von Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft

Aufgabe der Kapitalanlagegesellschaften ist es laut Gesetz, "bei ihnen eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren oder Grundstücken sowie Erbbaurechten ... anzulegen" ⁶. Über das Vermögen der Anteilsinhaber, das als Sondervermögen bezeichnet wird, werden Zertifikate ausgestellt. Die Anteilsinhaber sind an diesem Sondervermögen entweder in Form der Treuhand- oder der Miteigentumslösung beteiligt ⁷.

1 Vgl. § 3 in Verbindung mit § 4 KAGG

2 Steder, Karl-Heinz, in: Investment-Handbuch 425 § 4 Rz. 3, S. 1. In ähnlichem Sinn auch Moll, Gerd: a.a.O., S. 19

3 Stolzenburg, Heinz-Dietrich: Anlegerschutz, in: Kreditwesen 1978, S. 826

4 Tormann - Mitglied im Aufsichtsrat des DIT - bestreitet entschieden das Vorhandensein von Interessenkonflikten bei Kapitalanlagegesellschaften; er weist auf die vorhandene gesetzliche und staatliche Aufsicht sowie die Überwachung durch die interne und externe Revision hin. Tormann kann aber wohl nicht für alle deutschen Kapitalanlagegesellschaften sprechen. Vgl. Tormann, Wolfgang: Zum Anlegerschutz im Investmentbereich, in: Kreditwesen 1979, S. 137

5 Vgl. § 12 KAGG

6 § 1 Abs. 1 KAGG

7 Vgl. § 6 Abs. 1 Satz 2 KAGG. Für Immobilienfonds ist nur die Treuhand-Lösung zulässig, vgl. § 30 KAGG

Jede Kapitalanlagegesellschaft ist gesetzlich verpflichtet, eine Depotbank als "neutrales Kontrollorgan" ¹ zu bestellen; die Anteilsinhaber sind nämlich von der Mitbestimmung oder Mitwirkung ausgeschlossen ². Aufgabe der Depotbank ist besonders die Verwahrung der Gegenstände des Sondervermögens, die Berechnung von Ausgabe- und Rücknahmepreis, die Vornahme der Ausgabe und Rücknahme der Zertifikate, und gegebenenfalls von Ertragnisausschüttungen sowie die Abwicklung des Sondervermögens.

Die Kapitalanlagegesellschaft hat durch die organisatorische Trennung von der Depotbank - Sperr-Verwahrung - keine Verfügungsmöglichkeit über Konten oder Depots des Sondervermögens ³.

Wenn das Management der Kapitalanlagegesellschaft die Depotbank beauftragt, bestimmte Effekten aufgrund eines Verkaufs zu liefern, so hat die Depotbank die Stücke an den Kontrahenten direkt - ohne Einschaltung der KAG - zu liefern. Beim Effektenkauf ist ebenso zu verfahren: "Die KAG muß der Depotbank mitteilen, welche Geschäfte sie getätigt hat. Beim Kauf von Wertpapieren erfolgt nach Abs. 4 die Bezahlung des Kaufpreises an den Verkäufer dann unmittelbar durch die Depotbank ohne Einschaltung der KAG." ⁴ Die Ausschüttung der Erträge an die sowie die Rücknahme der Zertifikate von den Anteilsinhabern erfolgt ebenfalls direkt durch die Depotbank, allerdings auf Weisung der KAG.

Es scheint, als ob die organisatorische Trennung von Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft weit besser gelungen ist als die personelle. Jedoch können beide Aspekte nicht isoliert betrachtet werden, und aus diesem Grund bleiben die oben genannten Bedenken hinsichtlich von Interessenkonflikten nach wie vor aktuell.

1 Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 3. Teil, a.a.O., S. 618

2 "Die damit entstehende 'Hilflosigkeit' der Anteilinhaber mußte der Gesetzgeber zur praktischen Durchführbarkeit der institutionalisierten Investmentidee in Kauf nehmen." Stolzenburg, Heinz-Dietrich: a.a.O., S. 826

3 Vgl. Baur, Jürgen: a.a.O., S. 188

4 Ebenda

5. Erfahrungen aus der Praxis und notwendige Schlußfolgerungen

Die jährlichen Ausschüttungstermine der Kapitalanlagegesellschaften liegen in der Regel innerhalb eines Zeitraums von 1 - 2 Monaten nach Abschluß des Geschäftsjahres. Die breite Öffentlichkeit wird über die Ausschüttungshöhe einige Wochen vor dem exakten Ausschüttungstermin informiert.¹

Die Mitarbeiter der Kapitalanlagegesellschaft, deren Aufsichtsratsmitglieder sowie die mit dem Verkauf der Anteile befaßten Mitarbeiter der einzelnen Gesellschafterbanken wissen bereits Wochen vor der Bekanntgabe an die Öffentlichkeit die näherungsweise Größenordnung der Ausschüttung aus vertraulichen hausinternen Rundschreiben. Dem Informationsstand der Anlageberater kommt demnach eine "Schlüsselfunktion" zu, denn "es ist eine Erfahrungstatsache, daß Investmentzertifikate ganz überwiegend durch die Initiative des Beraters gekauft werden und nicht durch die Initiative des Interessenten"².

Die Anlageberater können (und werden) also aufgrund ihrer Insiderinformation ihre Kunden auf der Grundlage der jüngsten, der Öffentlichkeit noch nicht bekannten Erkenntnisse beraten. Geht z.B. die Ausschüttung gegenüber dem Vorjahr relevant zurück, könnte dem Kunden empfohlen werden, mit einem Kauf bis nach der Ausschüttung zu warten, da sich der Verkaufspreis am Börsentag nach der Ausschüttung um die Ausschüttung ermäßigt und dem Anteilsinhaber in diesem Kalenderjahr somit aus der Anlage keine steuerpflichtigen Erträge zufließen³. Erfahrungsgemäß wird die Ausschüttung - wenn überhaupt - erst über einen längeren Zeitraum hinweg wieder aufgeholt.

Die Manager von Kapitalanlagegesellschaften konnten auch frühzeitig von ihren Insider-Informationen Gebrauch machen: Aufgrund der Körperschaftsteuerreform etwa hätten sie sich "Dividenden kaufen" können, indem sie Aktien vor der Dividendenzahlung erwerben, um sie anschließend wieder zu veräußern.

1 Bei der Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen GmbH (DWS) ist der Ausschüttungstermin für das Geschäftsjahr 1978/79 der 8.10.79; das Publikum bzw. die Presse wird am 5.9. informiert.

2 Diese von Süßerlin auf offene Immobilienfonds bezogene Feststellung läßt sich ohne weiteres analog auf Wertpapierfonds anwenden. Süßerlin, Günter: Besonderheiten in der Vertriebspolitik offener Immobilienfonds, in: Kreditwesen 1979, S. 385

3 Diese Strategie empfiehlt sich jedoch nur bei Kunden mit entsprechender hoher Steuerprogression, nicht beim sog. "Kleinanleger".

In der Investment-Branche wird jedoch bestritten, von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht zu haben bzw. zu machen: "In dem gewiß scharfen Wettbewerb der Investment-Branche müßte ein derartiges Vorgehen zu Rückschlägen durch eine verschlechterte Performance führen. Entgegen einer teilweise geäußerten Ansicht bestehen für Investmentfonds keine Möglichkeiten, sich durch die derzeitigen Börsenregeln, die den Dividenden-Abschlag bei den Aktienkursen auf den Barbetrag beschränken, Vorteile, die nur Schein-Vorteile wären, zu verschaffen." ¹

Als Schlußfolgerung drängt sich die Überlegung auf, inwieweit die angesprochenen Probleme im Rahmen des EG-Investment-Rechts lösbar sind. Trotz der Tatsache, daß die damit befaßten Gremien sich erst im Vorstadium einer einheitlichen Regelung befinden, "ist festzustellen, daß bei einer künftigen Transformation keine Änderungen der gegenwärtigen Rechtslage eintreten dürften, weil entweder die praktische Handhabung nach dem KAGG bzw. dem KWG der in der Richtlinie vorgesehenen Regelung sehr nahe kommt oder weil die entsprechenden Vorschriften nahezu übereinstimmen" ².

IV. Festverzinsliche Wertpapiere

a) Gegenwärtiger Stand der Diskussion

Über Umfang und Bedeutung von festverzinslichen Wertpapieren - auch Obligationen ³ genannt - im Emissions- und Zirkulationsmarkt wurde an anderer Stelle berichtet ⁴. Dennoch sind diese Papiere - von den Sonderformen der Wandel- und Gewinnschuld-

¹ Bracker, Ernst: Die Auswirkungen der Körperschaftsteuerreform, in: Kreditwesen 1978, S. 802

² Laux, Manfred: a.a.O., S. 820

³ Vgl. Mülhaupt, Ludwig: Art. Obligationen, in: HdB, 4. Aufl., 1. Bd., Stuttgart 1975, Sp. 2783; Büschgen, Hans E.: Obligationenemission, Schuldscheindarlehen und Aktienemission - ein Finanzierungskostenvergleich, in: Bank-Betrieb 1967, S. 107 ff.; Hahn, Oswald: Bankbetriebslehre, Stuttgart 1967, S. 30 ff. Derselbe: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 247 ff.; Pfeiffer, Johann H.: Langfristige Fremdfinanzierung durch Ausgabe von Obligationen, Wandelanleihen usw., in: Finanzierungs-Handbuch, Hrsg. Hans Janberg, Wiesbaden 1964, S. 297 ff.

⁴ Vgl. S. 144 dieser Arbeit

verschreibung abgesehen ¹ - nicht bei den "Insiderpapieren" aufgeführt. Samm vertritt als einziger die - kaum haltbare - Auffassung, daß der Begriff des Insidergeschäfts zwar begrifflich nicht auf den Aktienmarkt beschränkt ist, außerhalb desselben jedoch kaum eine Rolle spielt ².

Maßgebliche Autoren, wie etwa Hopt/Will ³ und Beyer-Fehling/Bock ⁴ beanstanden zu Recht das Fehlen der Obligationen (ohne Zusatzrechte) im Katalog der Insiderpapiere. Denn warum sollten nicht auch auf diesem Markt Insider-Informationen "gehandelt" und Insidergeschäfte getätigt werden können?

b) Obligationen, deren Einbeziehung in die Insiderpapiere unumgänglich erscheint

1. Industrieobligationen ⁵

Aufgrund der gestiegenen Emissionskosten ⁶ wurden 1979 keine inländischen Industrieobligationen zum amtlichen Handel eingeführt. Das Emissionsvolumen an der - in festverzinslichen Titeln - führenden deutschen Wertpapierbörse in Frankfurt betrug im Jahr 1977 450 Mio. DM und in 1978 350 Mio. DM ⁷. Der Umlauf an Industrieobligationen betrug an allen deutschen Börsen per 31.12.1979 5,826 Mrd. DM, die Vergleichszahlen für 1977 und 1978 lauten 7,966 Mrd. DM bzw. 8,383 Mrd. DM ⁸.

1 Vgl. § 2 Nr. 2 Insiderhandels-Richtlinien; zu den Wertpapiergattungen vgl. Mülhaupt, Ludwig: Art. Obligationen, a.a.O., Sp. 2790

2 Vgl. Samm, Carl-Theodor: Börsenrecht, Stuttgart-Wiesbaden 1978, S. 137

3 Vgl. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 79, die zwar vermuten, daß bei Rententiteln die Kursausschläge sich - verglichen mit Aktien - in Grenzen halten, daß aber "auch hier die ersten Empfänger einer Hiobsbotschaft durchaus in der Lage (sind), sichere Verluste durch rechtzeitige Disposition von sich auf andere abzuwälzen."

4 Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 50

5 Vgl. auch Bornemann, Fritz Otto/Linnhoff, Hans-Otto: Die seit der Währungsreform begebenen Industrie-Anleihen, Berlin 1958, S. 26 ff.; ferner Krause, Michael W.: Die langfristige Fremdfinanzierung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 657 ff.; Rittershausen, Heinrich: Industrielle Finanzierung, a.a.O., S. 185 ff.

6 So auch schon 1976 der Präsident der Düsseldorfer Börse. Vgl. Zahn, Johannes: Über die Leistungsfähigkeit der organisierten Kapitalmarktes in Deutschland, in: Wertpapier 1976, S. 196; Die Finanzierung vollzog sich statt dessen in zunehmendem Maße über Schultscheindarlehen.

7 Vgl. NN: Jahresbericht 1979 Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt, S. 68

8 Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 3/1980, S. 52

Inhaber- und Teil-Order-Schuldverschreibungen, zu denen die Industrieobligationen zu rechnen sind, bedürfen zu ihrer Emission ¹ der staatlichen Genehmigung ².

Mit dieser Genehmigung kann das hier angestrebte Ziel - Verhinderung des Mißbrauchs von Insiderinformationen - jedoch keineswegs erreicht werden. Das für die Prüfung zuständige Ministerium kann jeweils nur eine Zeitpunkt-Betrachtung durchführen, es können "die Aussichten für Rückzahlung und Verzinsung der Anleihe nur für den Emissionszeitpunkt geprüft werden" ³.

Von durchaus möglichen Schwierigkeiten der Emittenten, die sich von aufgeschobener Zinszahlung bis zur Illiquidität ⁴ des Schuldners erstrecken können, erfahren weder die oben genannte Emissionskontrollinstanz noch die ahnungslosen Gläubiger der Obligation in der Regel rechtzeitig. Der Anleger wird bestenfalls erst dann stutzig, wenn sich z.B. trotz anhaltend freundlicher Rentenmarktlage der betreffende Titel nachhaltig gegenläufig entwickelt oder im Kurs stagniert. Erschwert wird die Beobachtung häufig dadurch, daß auch bei namhaften Emittenten die Umsätze ⁵ ihrer Industrieobligationen minimal sind, was oft zu Fehlschlüssen Anlaß gibt ⁶.

Grundsätzlich werden - anders als am Aktienmarkt - die Umsätze nicht veröffentlicht. Dem Anleger fehlt somit ein wichtiger Indikator für seine Urteilsfindung.

1 Vgl. Hahn, Oswald: Art. Emission von Wertpapieren, in: HdB, 4. Aufl., 1. Bd., Stuttgart 1974, Sp. 1259 ff.

2 Vgl. §§ 795, 808a BGB. Als Begründung führt Thomas aus: "Schutz der Allgemeinheit gegen schwindelhafte Unternehmen und Schutz der staatlichen Finanzwirtschaft gegen Überflutung des Geldmarktes mit geldähnlichen Zahlungsmitteln." Thomas, Heinz, in: Palandt: Bürgerliches Gesetzbuch, Bd. 7, 37. Aufl., München 1978, S. 727

3 Schwark, Eberhard: Lücken im Anlegerschutz, in: Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, S. 8

4 Auch ein Unternehmen wie die in Konkurs gegangene Beton und Monierbau AG war durchaus emissionsfähig.

5 Von der 7%-VW-Anleihe von 1972 wurde berichtet, daß es einmal mehrere Börsentage dauerte, bis ein Posten von wenigen Tausend DM an der Düsseldorfer Börse verkauft werden konnte.

6 Hagenmüller wendet sich gegen die Vorstellung, daß eine Beziehung zwischen Kursbildung und Umsatzvolumen besteht. Dem ist entgegenzuhalten, daß erfahrungsgemäß allenfalls bei Aktien die Kreditinstitute, die Kulisse und die Arbitrage regulierend eingreifen. Häufig zu beobachtende Entwicklungen am Rentenmarkt, und hier insbesondere bei den Daueremittenten, sprechen gegen Hagenmüllers Auffassung. Vgl. Hagenmüller, Karl Friedrich: Der Bankbetrieb, Bd. II, 4. Aufl., Wiesbaden 1978, S. 199, FN 103

Ein weiteres Problem besteht in folgendem: "Die Nachteile einer nicht ausreichenden oder ungeeigneten Publizität der Aktiengesellschaft zeigen sich in verstärktem Umfang bei Industrieobligationen, bei denen dem Anleger als lediglich schuldrechtlichem Darlehensgläubiger die aktienrechtlichen Beteiligungsrechte verschlossen sind." ¹ Der Obligationär hat also, anders als der Aktionär, keine Möglichkeit, etwa auf einer Hauptversammlung von seinem Auskunftsrecht Gebrauch zu machen und Gerüchten, Vermutungen und "herumgereichten" Insiderinformationen (denen häufig doch ein Funken Wahrheit anhaftet) nachzugehen.

Die mangelnde Transparenz auf dem Sektor der Industrieobligation dürfte - neben Kostenfaktoren - mit dafür ausschlaggebend sein, daß diese Effekten - sowohl was den Emissions- als auch den Zirkulationsmarkt anbetrifft - in den letzten Jahren ein Schattendasein führen. Die Einbeziehung der Industrieobligationen in die Insiderpapiere ² könnte ihre Attraktivität ³ im anlagesuchenden Publikum erhöhen.

2. Öffentliche Anleihen

Zu den öffentlichen Anleihen werden die folgenden Emissionen gezählt: Bund, Länder, Gemeinden, Bahn, Post, Kreditanstalt für Wiederaufbau und Lastenausgleichsbank.

Aus dieser Aufzählung ergibt sich, daß es sich bei den Emittenten um bonitätsmäßig einwandfreie Schuldner handelt, deren umfangreiche Emissionen breit gestreut sind und die regelmäßige Umsätze aufweisen. ⁴ Die Emissionskonsortien setzen sich

1 Schwark, Eberhard: Lücken im Anlegerschutz, a.a.O., S. 8

2 Für die Erweiterung der Insiderhandels-Richtlinien auf die Industrieobligationen spricht sich auf Pfisterer aus. Vgl. Pfisterer, Uwe: Machtmißbrauch im Wertpapierhandel durch Insider, Tübingen 1976, S. 122

3 Die von Willners im Jahre 1966 aufgestellte Behauptung, daß die Titel großer, renommierter Industrieunternehmen auf das Publikum nicht selten eine größere Anziehungskraft ausübten als öffentliche Anleihen, dürfte überholt sein, zumindest, was die Marktentwicklung der letzten 10 Jahre anbetrifft. Vgl. Willners, Günter: a.a.O., S. 163

4 Das zeigt sich besonders am Jahresultimo, wenn die Kurse von öffentlichen Anleihen sich im durchaus üblichen Rahmen bewegen, hingegen bei marktengen Emissionen starke Kursveränderungen eintreten können. (Z.B. bei Industrieobligationen sowie bei einem großen Teil der Pfandbriefe und Kommunalobligationen.)

aus den führenden deutschen Kreditinstituten zusammen, bei den Bundesanleihen wird die Konsortialführung von der Deutschen Bundesbank übernommen.

Diese im Prinzip für den Anleger positiven Aspekte ¹ dürfen nicht darüber hinwegtäuschen, daß es auch bei öffentlichen Anleihen zu Insiderinformationsmißbräuchen kommen kann. Zu denken ist beispielsweise an die Anleiherückzahlungen der beiden 10%igen Anleihen des Bundes von 1973, die ab 1978 kündbar waren. Diese beiden Anleihen zeichneten sich durch "einen nicht zu übersehenden Renditevorsprung gegenüber anderen Bundesanleihen" aus ².

Der Grund für die vom Normaltrend abweichenden Kursverläufe lag darin, daß der Bund diese Anleihen mit einem vorzeitigen Kündigungsrecht ausgestattet hatte und die Börse aufgrund der Rentenmarktsituation - allmählicher Zinsrückgang und niedriger verzinsliche Neuemissionen - mit der vorzeitigen Rückzahlung rechnete.

Das letzte Wort bei einer Kündigung hat das zuständige Bundesfinanzministerium. Bei dem personellen Umfang dieser Mammutbehörde ist nicht auszuschließen, daß der Kreis der Mitarbeiter, der über die beschlossene Kündigung vorzeitig informiert ist, relativ groß ist. Selbstverständlich ist es in das Belieben eines jeden solchen - informationsprivilegierten - Mitarbeiters gestellt gewesen, bei der Ausgabe oder auch erst später solche Anleihen zu erwerben; nunmehr könnte er von seiner Insiderinformation Gebrauch machen, indem er noch rechtzeitig zu Über-pari-Kursen verkauft, einen einkommensteuerfreien Kursgewinn vereinnahmt und sich letzten Endes zu Lasten nicht-informierter Anleger bereichert. Bei der öffentlichen Bekanntgabe ³ der vorzeitigen Kündigung fällt der Börsenkurs unverzüglich in die Nähe der 100%-Notierung, das bisherige Aufgeld ist damit verloren. Je höher der Unterschied zwischen dem jetzigen und dem seinerzeitigen Nominalzinssatz ist,

1 Darüber hinaus durchlaufen Inhaber- und Teil-Order-Schuldverschreibungen noch das Bundesfinanzministerium (und den zentralen Kapitalmarktausschuß) als (freiwillige) Emissionsinstanz. Vgl. Hahn, Oswald: Art. Emission von Wertpapieren, a.a.O., Sp. 1260

2 NN: Anleiherückzahlungen, in: Börsen-Zeitung v. 1.3.1977, S. 3

3 Bis zu mehreren Monaten vor dem Fälligkeitszeitpunkt.

"umso eher dürfte beim Emittenten die Reizschwelle zur vorzeitigen Kündigung überschritten werden. Auf der anderen Seite ist beim Anleiheinhaber in diesem Fall die Renditeeinbuße am schmerzlichsten." ¹

Das hier beispielhaft dargestellte Problem läßt sich noch erweitern, so etwa auf Zinskonvertierungen, wie z.B. bei den von 1959 - 1965 emittierten Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau. Bei diesen Papieren wurde in 1966 der Nominalzinsatz während der Laufzeit zwischen 1 und 2 Prozentpunkten heraufgesetzt, als Ausdruck des Goodwill und der Anpassung an veränderte Marktverhältnisse ².

Auch der bereits genannte Insider-Fall aus dem Bereich der Bankobligationen, nämlich die Schweizerische Bankgesellschaft, die ihre 3 3/4%ige Anleihe von 1963 im Jahre 1971 vorzeitig zurückzahlte und dafür allen Obligationären eine 6%ige Optionsanleihe anbot, sei in Erinnerung gerufen: durch eine Indiskretion der Druckerei sickerte das kulante Angebot an die Börse durch ³.

Ein Beispiel, das sich kürzlich am Rentenmarkt ereignete, ist die Spekulation in Bundesobligationen ⁴. Im Zeichen eines starken Renditerückganges wurde am Donnerstag, dem 17.4.1980 nachmittags von der Deutschen Bundesbank, der Vertriebsstelle für Öffentliche Titel des Bundes, mitgeteilt, daß sich der Ausgabepreis für die Serie IV von 98,80 % auf 100 % erhöhe (was einer Renditeermäßigung von 0,31 % gleichkommt), und zwar ab Montag, dem 21.4., 9.00 Uhr. Dem privaten Anleger stand also

1 NN: Anleiherückzahlungen, a.a.O., S. 3

2 Im allgemeinen sollen Heraufkonvertierungen eingetretene Kursrückgänge für den Anleger kompensieren.

3 Vgl. NN: Gegen den Mißbrauch von Informationen durch Insider ist kein Kraut gewachsen, a.a.O., S. 5

4 Zu den Einzelheiten vgl. NN: Spekulation in Bundesobligationen, in: Börsen-Zeitung vom 24.4.1980, S. 3

praktisch nur noch der 18.4. (Freitag) zum Erwerb der Bundesobligationen zu alten Konditionen zur Verfügung. Informierte Kreditinstitute ¹ konnten sich jedoch vorsorglich mit großen Beständen eindecken ² bzw. "für solche Privatkunden, die nicht so schnell zu erreichen waren und sich nicht so schnell entschließen konnten oder wollten" ³, Vorkäufe tätigen. Die Erwartung der Insider ging dahin, daß bei Fortdauer des Renditerückgangs diese Papiere bei Börseneinführung am 2.5.80 mit ansehnlichem Gewinn verkauft werden könnten ⁴.

Diese wenigen Beispiele sind Ausdruck für eine Schwachstelle in der derzeitigen Insider-Regelung: die Nicht-Berücksichtigung von öffentlichen Titeln im Katalog der Insider-Papiere.

Nur die uneingeschränkte Anerkennung von öffentlichen Anleihen als Insiderpapiere hilft entscheidend weiter.

1 Obwohl sie ausschließlich im Zirkulationsmarkt kaufen dürfen und ein Kauf vor Börseneinführung als Umgehungstatbestand von der Bundesbank angesehen wird. Vgl. NN: Schatzbriefabsatz erstmals wieder positiv, in: Börsen-Zeitung vom 25.4.1980, S. 2

2 Daß es sich hierbei aber weitgehend um Kreditinstitute und "viele eingeweihte Profis" gehandelt haben muß, geht daraus hervor, daß in nur zwei Börsentagen 1,9 Mrd. DM gezeichnet wurden. "Dabei dürfte freilich einiges nicht mit rechten Dingen zugegangen sein, wie jedem Beobachter der Szenerie klar werden mußte. Denn noch niemals hatten private Sparer derart schnell und in einem solchen Umfang reagiert." NN: Emission der Bundesobligation reizte die Banken zu zwielichtigen Geschäften, in: Wertpapier 1980, S. 404

3 NN: Spekulation in Bundesobligationen ..., a.a.O., S. 2

4 Die Kurse per 2. Mai, dem Tag der Börseneinführung und damit dem frühestmöglichen Verkaufszeitpunkt, wurden am 23.4. mit 100 1/4 % zu 101 % gesprochen. Der amtliche Kurs betrug dann am 2.5. 100 1/4 %.

3. Optionsanleihen

Optionsanleihen, auch Bezugsrechtsobligationen ¹ genannt, gewähren ihrem Inhaber das Recht, Aktien der emittierenden Gesellschaft zu beziehen sowie über die Anleihe weiterhin Gläubiger der Gesellschaft zu bleiben. Diese Art von Obligationen wird meistens mit einem niedrigeren Zinssatz als auf dem Markt für 'straight bonds' üblich versehen: der Obligationär hat als Äquivalent für die geringere Verzinsung die Chance, über den Aktienbezug an deren Kurssteigerungen - und möglicherweise deren höherer Rendite - teilzunehmen.

Optionsanleihen sind in erster Linie für den spekulativ ² orientierten Anleger gedacht und geeignet, der sein Interesse nicht nur auf den Kurs der Optionsanleihen richtet, sondern auch auf das Aufgeld, den Aktienkurs, die Restlaufzeit der Optionsanleihe usw.

Es erscheint unlogisch, daß gemäß Insiderhandels-Richtlinien nur der (abgetrennte) Optionsschein ³, nicht jedoch die Optionsanleihe als Ganzes, also inclusive Optionsschein, zu den Insiderpapieren gehört.

Die Trennung des Optionsscheines von der Anleihe - und damit der separate Handel - erfolgt nicht unmittelbar bei der Emission, sondern erst zu einem späteren Zeitpunkt. Aber gerade in dieser zeitlichen Differenz zwischen Emission und erster amtlicher Notierung - diese fällt mit der Trennung des Optionsscheins von der Anleihe zeitlich zusammen - können Insider Informationen erlangen und ausnützen oder ausnützen lassen, ohne daß sie von der Insider-Regelung erfaßt werden.

¹ Vgl. Mülhaupt, Ludwig: Art. Obligationen, a.a.O., Sp. 2790 ff.; zur Abgrenzung der Optionsanleihe von der Wandelanleihe vgl. auch Störrle, Winfried: Eigen- oder Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Mischformen, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 387; Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 250 f.

² Zum Begriff der Spekulation vgl. Stucken, Rudolf: Art. Spekulation, in: HdsW, Bd. 9, Stuttgart-Tübingen-Göttingen 1956 ff., S. 690; ferner Kloidt, Heinrich: Art. Spekulation, in: HdB, Bd. 3, 3. Aufl., Stuttgart 1960, Sp. 4987. Zu den einzelnen Zielvorstellungen der Marktteilnehmer vgl. auch Hahn, Oswald: Vorlesung "Finanzwirtschaft - Börse II, a.a.O. Hier unternimmt Hahn den Versuch einer Interpretation des Systems Prion.

³ Zu den Möglichkeiten des Optionsscheines anhand eines Beispiels aus der Praxis vgl. NN: Optionsscheine: Entscheidungsspielraum auf Jahre, in: Blick durch die Wirtschaft vom 4.7.1979

Zu denken wäre z.B. an folgende Situation: ein Insider nutzt seine Information nicht zum Kauf der betreffenden Aktie - da Insiderpapier -, sondern zum Erwerb der Optionsanleihe des gleichen Emittenten aus. Statt später über den Optionsschein - da Insiderpapier - die Aktie zu beziehen, realisiert er, wenn seine Erwartungen eingetreten sind, durch den Verkauf einen Kursgewinn bei der Optionsanleihe. Mit den Insiderhandels-Richtlinien ist diese Transaktion nicht zu ahnden.

Auch die Tatsache, daß bereits vor der amtlichen Notierung "Preise gesprochen werden", ändert an der Situation nichts. Die Insiderhandels-Richtlinien gelten bekanntlich nur für diejenigen Papiere, die zum amtlichen Handel zugelassen oder in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind. Was zeitlich gesehen davor geschieht, gehört in den Bereich des unregulierten Freiverkehrs, und dieser ist ohnehin von der Regelung ausgenommen.

Als Lösung des Problems erscheint es also aufgrund der oben geschilderten, durchaus praxisnahen Situation sinnvoll, die Optionsanleihe - mit und ohne Optionsschein - in die Insiderregelung mit einzubeziehen.

4. Zusammenfassung

Die bisher überwiegende Auffassung in der Literatur, der Rentenmarkt könne von der Insider-Regelung ausgenommen werden, dürfte durch die bisherige Darstellung widerlegt worden sein. Es muß besonders überraschen, daß auch namhafte Autoren der jüngsten Zeit, wie z.B. die im Arbeitskreis Gesellschaftsrecht vertretenen Experten, in ihre abschließende Aufzählung der Insiderpapiere die Obligationen nicht mit aufgenommen haben ¹.

Um so notwendiger erscheint es in Anbetracht der dargelegten Umstände, festverzinsliche Wertpapiere ausnahmslos in den Katalog der Insiderpapiere einzugliedern.

1 Vgl. Hueck, Götz u.a.: a.a.O., S. 55, 77

V. Im ungeregelten Freiverkehr gehandelte Wertpapiere

Die bisherigen Erörterungen befaßten sich mit solchen Effekten, die entweder im amtlichen oder im geregelten Freiverkehr gehandelt werden. Denn nur an diesen Märkten gelten die Insider-Regeln.

a) Begriff und Wesen des ungeregelten Freiverkehrs ¹

Der ungeregelte Freiverkehr stellt einen "sehr komplexen Begriff" ² dar. Im ungeregelten Freiverkehr im engeren Sinn werden diejenigen Wertpapiere gehandelt, die weder zum amtlichen Handel zugelassen noch in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind. "Gegenstand der Umsätze sind Papiere, von denen nur wenige Stücke frei am Markt sind, deren Umsätze also so sporadisch sind, daß eine ständige Börsennotierung nicht sinnvoll wäre, ferner solche Werte, denen die Erfüllung der Zulassungsbedingungen zum offiziellen Freiverkehr nicht möglich ist." ³

Der ungeregelte Freiverkehr im weiteren Sinn umfaßt dagegen "auch die vor- und nachbörslichen Abschlüsse, die meistens telefonisch zwischen den Banken durchgeführt werden. Man spricht daher auch vom sog. Telefonverkehr ... Gegenstand des Telefonverkehrs sind nicht nur an Börsen nicht-gehandelte Papiere, sondern auch solche, die zum Börsenhandel zugelassen sind." ⁴

¹ Zahlen über das stücke- oder wertmäßige Volumen des ungeregelten Freiverkehrs werden nicht veröffentlicht. Trotz seiner relativ großen praktischen Bedeutung ist dieser Problemkreis in den letzten Jahrzehnten in der Literatur fast überhaupt nicht behandelt worden. - Eine Übersicht über Familienunternehmen, die im Münchener ungeregelten Freiverkehr gehandelt werden, findet sich im Jahresbericht 1979 der Münchener Börse. Von den 10 genannten Gesellschaften weisen nur zwei ein Grundkapital von mehr als DM 10 Millionen auf. Vgl. NN: Jahresbericht 1979 der Bayerischen Börse in München, München 1980, S. 6

² Staudt, Eduard: Publizität der börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland und Frankreich, Karlsruhe 1972, S. 17

³ Bellinger, Knut: a.a.O., S. 25

⁴ Obst, Georg/Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 36. Aufl., München 1967, S. 528. Hahn differenziert hingegen zwischen amtlichem Markt, Freiverkehrsmarkt, Telefonmarkt, Vor- und Nachbörse. Vgl. Hahn, Oswald: Außen- und Innenfinanzierung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 86 ff.

Charakteristisch für den ungeregelten Freiverkehr ist der räumlich und zeitlich fehlende Zusammenhang mit der Börse sowie eine kaum nennenswerte Publizität. Besonders diese Tatsache kann die im ungeregelten Freiverkehr gehandelten Wertpapiere zu Insiderpapieren werden lassen. Typisch ist ferner, daß sich der Handel "außerhalb der Börseneinrichtungen" ¹ abspielt und insbesondere "fast ohne jede Kontrolle von Organisationen und Einrichtungen" ².

Zu beachten ist auch die Tatsache, "daß es an der Funktionsfähigkeit und dem Vertrauen in diesem Markt keine Zweifel gibt bei Emittenten und Anlegern" ³, was durch solche Titel wie Girmes, Hussel und Neckermann bestätigt wird.

Was die Information der Anleger und die Veröffentlichung der Preise ⁴ anbetrifft, besteht dennoch eine gewisse Organisation. Die börsentägliche Mitteilung über die Preise geschieht z.B. in Frankfurt in einer Liste ⁵, die unabhängig vom amtlichen Kursblatt erscheint und Spannpreise (Geld/Brief) enthält.

b) Ungeregelter Freiverkehr und Insidergeschäfte

Bei näherer Betrachtung des inländischen Teils des oben erwähnten Kurszettels fallen zwei Merkmale besonders ins Auge: zum einen handelt es sich überwiegend um relativ wenig bekannte Papiere, zum andern liegt das Aktienkapital bei zwei Dritteln der gehandelten Industrieaktien bei 10 Millionen DM oder darunter ⁶. Man kann davon ausgehen, daß nur ein Teil des Aktienkapitals ständig oder sporadisch umgesetzt wird, so daß die Umsätze durchwegs bescheidenes Ausmaß annehmen (von

1 Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Berlin-Heidelberg-New York 1969, S. 144

2 Müller-Stahl, Ingo: Der geregelte Freiverkehr, Diss. Köln 1971, S. 19; Süchting, Joachim: a.a.O., S. 68

3 Gerhard, Josef: Freiverkehr von Wertpapieren, in: Handelsblatt vom 9.10.1979, S. 26

4 Im ungeregelten Freiverkehr spricht man nicht vom Kurs, sondern vom Preis eines Wertpapiers.

5 Sog. rote Liste, offiziell: "Angebot und Nachfrage in Frankfurt nicht notierter Werte", herausgegeben von der Vereinigung Frankfurter Effekthändler.

6 Vgl. rote Liste Nr. 124 v. 30.6.1978. - An diesem Stichtag waren 97 Industrieaktien aufgeführt, bei 66 AG betrug das Aktienkapital 10 Mio DM oder weniger, bei sechs AG sogar nur 1 Mio DM oder weniger.

Ausnahmen aufgrund fundamentaler oder technischer Faktoren abgesehen).

Maßgebliche Autoren, wie die Mitglieder des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht, haben es abgelehnt, den unregulierten Freiverkehr in ihren Lösungsvorschlag einzubeziehen. "Wer sich an diesem Markt beteiligt, kennt das damit verbundene Risiko und braucht deshalb nicht geschützt zu werden." ¹

Dieser Argumentation kann nur teilweise gefolgt werden. Sie mag beispielsweise auf den sog. Pakethandel, bei dem sich zwei oder mehrere, nicht anonyme Kontrahenten - direkt oder unter Einschaltung von vermittelnden Kreditinstituten - gegenüberstehen, zutreffen. Hierüber wird später noch zu diskutieren sein.

Anders hingegen sieht es z.B. beim Handel mit Aktien aus, die als Vorstufe zum regulierten Freiverkehr vorerst im unregulierten Freiverkehr gehandelt werden. Mag sein, daß der Emittent den Publizitätsanforderungen des regulierten Freiverkehrs vorläufig nicht nachkommen kann, sei es, daß er aus Kostengründen diesen Markt zunächst testen will: Die Papiere könnten durchaus auch für einen größeren Anlegerkreis - und nicht nur für "Aufkäufer" - interessant sein (Wachstum, Rendite) ², und deswegen sollten sie uneingeschränkt als Insiderpapiere anerkannt werden.

Das Kriterium für die Einbeziehung sollte also nicht die Unterscheidung zwischen reguliertem und unreguliertem Freiverkehr sein, sondern vielmehr die Abwägung zwischen personifiziertem Individualgeschäft und anonymen Massengeschäft.

¹ Hueck, Götz u.a.: a.a.O., S. 78

² Die jungen Aktien aus der Kapitalerhöhung der Deutsche Bank AG im Oktober 1979 wurden zunächst ca. einen Monat lang als Ansprüche im unregulierten Freiverkehr gehandelt, bevor sie in den amtlichen Handel eingeführt wurden (Ende der Bezugsfrist 26.10.79, Valutierung 28.11.79). In diesem Zeitraum hätten also ungeahndet Insidergeschäfte getätigt werden können.

Es ist Pfisterer zuzustimmen, wenn dieser meint, es "sollten die Aktionäre von Gesellschaften, deren Aktien nicht amtlich notiert werden, in gleicher Weise geschützt sein; der durch das Aktienrecht geschaffene Minderheitenschutz verlangt schließlich auch nicht als Voraussetzung die amtliche Notierung der Aktien der betreffenden Gesellschaft." ¹

Was für Aktien gefordert wird, sollte gleichermaßen für festverzinsliche Wertpapiere gelten, auch wenn sie nur in einem vergleichsweise geringen Umfang im geregelten Freiverkehr gehandelt werden.

VI. Pakethandel

a) Begriff des Aktienpakets

Von einem Aktienpaket, das den Gegenstand des Pakethandels bildet, spricht man dann, "wenn ein Posten Aktien eines im Verhältnis zum gesamten Grundkapital der Aktiengesellschaft erheblichen Nennbetrages sich in der Hand eines Aktionärs befindet" ².

Das Aktienrecht kennt nicht den Begriff des Aktienpakets, sondern den der Beteiligung. Eine solche liegt im Zweifel immer dann vor, wenn sich Anteile an einer Kapitalgesellschaft in Höhe von 25 % in fremden Händen befinden ³.

b) Handel in Aktien

Der An- und Verkauf von Aktienpaketen geht "im allgemeinen außerbörslich vor sich" ⁴. Hier kommt es zu Umsätzen "in größeren Aktienbeträgen, für die Zuschläge zum amtlichen bzw. Freiverkehrskurs oder aber völlig kursunabhängige Preise ausgehandelt werden" ⁵. Derartige Geschäfte waren besonders häufig in den Krisenjahren 1929/31, sind aber auch heute wieder ak-

¹ Pfisterer, Uwe: a.a.O., S. 123

² Schütz, Wilhelm: Art. Aktienpaket und Paketzuschlag, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Aufl., Bd. I, Frankfurt 1967, S. 41 f.

³ Vgl. § 152 Abs. 2 AktG. - In diesem Zusammenhang vgl. auch § 102 Abs. 1 BewG. Vgl. auch zur Charakterisierung der Beteiligungsarten Eisenhofer, Arno: Beteiligungen, Wiesbaden 1970, S. 12 ff.

⁴ Hintner, Otto: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1960, S. 41

⁵ Hahn, Oswald: Außen- und Innenfinanzierung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 88

tuell ¹. Allgemeines Aufsehen erregte in der breiten Öffentlichkeit die Daimler-Flick-Deutsche-Bank-Transaktion. Im Jahre 1975 beschloß die Flick KG nämlich, ihre 39%ige Beteiligung an der Daimler-Benz AG bis auf 10 % abzubauen und das 29%-Paket der Deutsche Bank AG anzubieten ². Hintergrund dieses Pakethandels war die Überlegung, die Abwanderung dieses Pakets in den Nahen Osten zu verhindern und damit die unternehmenspolitische Unabhängigkeit der Daimler-Benz AG zu sichern ³.

Die Konzentrationsenquôte stellt hierzu fest: "Bei dem An- und Verkauf von Beteiligungen kommen den Banken ihre Erfahrungen und ihr Einblick in die wirtschaftlichen Verhältnisse und deren Entwicklung zugute. Dadurch war ihnen oftmals die Möglichkeit gegeben, gewinnversprechende Anlagen an oder außerhalb der Börse günstig zu erwerben; dies gilt insbesondere für die Jahre niedriger Börsenkurse." ⁴

c) Pakethandel und Insidergeschäfte

Der Pakethandel vollzieht sich außerhalb der Organisation und der Kontrolle der Börse. Bekanntlich unterliegen aber nur diejenigen Papiere der Insider-Regelung, die amtlich oder im geregelten Freiverkehr gehandelt werden.

Hagenmüller bemerkt zum Beteiligungserwerb, daß "dabei einige Weitsicht und erhebliches Fingerspitzengefühl am Effektenmarkt gezeigt werden" ⁵ müssen. Diese Geschäfte vollziehen sich zwar nicht in der Anonymität, wohl aber häufig unbemerkt von der Öffentlichkeit. Der Grund mag darin zu suchen sein, "daß dieses Geschäft wegen seiner vertraulichen Natur eine besonders diskrete Behandlung erfährt und selbst innerhalb der Banken nur dem zuständigen Bearbeiter vertraut ist" ⁶. Die Öffent-

1 Vgl. Tegethoff, Georg: Das Treuhandgeschäft der westdeutschen und amerikanischen Banken, Diss. Erlangen-Nürnberg 1962, S. 103

2 Diese nahm das Angebot an und hat die übernommenen Aktien einerseits im privaten Publikum, andererseits in der institutionellen und industriellen Kundschaft breit gestreut platziert. In Zuge dieser Plazierung wurde die Mercedes-Automobil-Holding AG gegründet, in die die Deutsche Bank AG 25,23 % des Aktienkapitals der Daimler-Benz AG einbrachte.

3 Zu weiteren Engagements von Iran und Kuweit in deutschen Unternehmen vgl. Kruk, Max: Kuweit - der stille Aktionär, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 9.5.1980, S. 13

4 NN: Konzentrationsenquôte, in: Bundestagsdrucksache IV/2320, 1964, B 3.2.3, S. 39

5 Hagenmüller, Karl Friedrich: Der Bankbetrieb, 4. Aufl. Bd. II, Wiesbaden 1978, S. 206

6 Tegethoff, Georg: a.a.O., S. 103

lichkeit wird dann vor vollendete Tatsachen gestellt. Verfolgt man die einschlägigen Fälle der Vergangenheit, so kann man Hopt durchaus Recht geben: "Insiderinformationen begleiten auch den Pakethandel, der in größter Diskretion abgewickelt wird." ¹ Daß es dabei nicht immer mit rechten Dingen zugeht, unterstreicht auch Hahn: "Hierzu kommt eine Interessenkollision bei der Möglichkeit durch Selbsteintritte und insbesondere entsprechende Beratung Pakete zu bilden, die dann später zu entsprechend günstigen Konditionen verkauft werden können." ²

Sehr problematisch ist die Regelung des Pakethandels, so wie sie die Insider-Regeln darstellen.

Einerseits zählen Geschäfte, "die unter eine längerfristige unternehmenspolitische Konzeption eingeordnet werden können" ³, zu den von den Regeln nicht erfaßten Ausnahmen. Das würde bedeuten, daß "das langjährige Aufkaufen von am Markt angebotenen Material, das von der Absicht getragen ist, später zum Abschluß eines Unternehmensvertrages zu kommen" ⁴, nicht unter die verbotenen Insidergeschäfte fällt.

Anders stellt sich die Situation dar, "sobald sich etwa der Plan eines Übernahmeangebots oder des Abschlusses eines Unternehmensvertrages dahin konkretisiert, daß man in Verhandlungen mit Paketaktionären eintritt, um bei erfolgreichem Abschluß die unternehmerische Konzeption unmittelbar durchzusetzen" ⁵. Die nach Aufnahme der Verhandlungen erfolgenden Geschäfte sind den Insidergeschäften zuzuordnen ⁶.

1 Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 130

2 Hahn, Oswald: Der Interessenkonflikt der kontinental-europäischen Universalbank, a.a.O., S. 62

3 § 1 Anm. 2 Insider-Richtlinien

4 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 502

5 Ebenda

6 Vgl. ebenda

Es ist also im Einzelfall abzuwägen, ob dem Geschäft "wirtschaftlich sinnvolle unternehmerische Planungen" ¹ zugrunde liegen oder ob der Gedanke des kurzfristigen spekulativen Vorteils im Vordergrund steht. Diese Art von Geschäften ist verboten.

Ob dieser Lösungsweg zweckmäßig ist, erscheint fraglich. "Man kann auch die Auffassung vertreten, daß jeder Aktionär, ob er Groß- oder Kleinaktionär ist, dieselben Rechte hat, daß also ein Aktionär, der weiß, daß er die Machtverhältnisse in einer Aktiengesellschaft durch Ankauf verschiebt, von der Allgemeinheit nicht gebilligte Vorteile erzielt." ²

Diese Meinung kommt den ursprünglichen Intentionen der Verfasser der Insiderhandels-Richtlinien wohl wesentlich näher.

VII. Kennzeichnung der die Insider-Regeln anerkennenden Aktiengesellschaften in der Presse

Es ist naheliegend, daß Aktiengesellschaften, die die Insider-Regeln anerkennen, dies auch gegenüber der Öffentlichkeit dokumentieren möchten. Sie wollen zum Ausdruck bringen, daß sie durch eine Anerkennung der "Verhinderung mißbräuchlicher Ausnutzung von Insider-Informationen erhebliche Bedeutung" ³ beimessen und ihren Teil zur Lösung des Insider-Problems beitragen wollen.

Bei der bereits mehrfach ⁴ erwähnten Fragebogenaktion ergab sich, daß von neun Aktiengesellschaften immerhin 55 % die Insiderregeln in absehbarer Zeit anerkennen wollen.

Der beste Weg, die Öffentlichkeit über diesen Sachverhalt zu informieren, ist die Kennzeichnung der anerkennenden Gesellschaften in der Presse.

1 § 1 Anm. 2 Insiderhandels-Richtlinien

2 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: a.a.O., Ziffer 436, S. 115

3 Vorwort zu den Insider-Regeln, Köln 1976, S. 3

4 Vgl. unter Materialien Nr. 1

a) Kennzeichnung in der Börsen-Zeitung und in den amtlichen Kursblättern

Diejenigen Gesellschaften, die die Insider-Regeln anerkannt haben, werden seit dem 1.4.1973 entsprechend gekennzeichnet: in der Spalte, in der der Name der Gesellschaft erscheint, wird zum Namen ein "i" in einem Kreis gesetzt. Das bedeutet, daß die Gesellschaft die alte Fassung der Insider-Regeln anerkannt hat ¹. "Für die neuen Empfehlungen steht dieses "i" künftig in einem Dreieck hinter dem Namen der Gesellschaft." ²

Der Leserkreis der Börsen-Zeitung und insbesondere der amtlichen Kursblätter ³ ist naturgemäß im wesentlichen auf die Mitarbeiter der Börse beschränkt, der Kreditinstitute, Versicherungen und auf institutionelle Anleger im weitesten Sinne.

Dem "Durchschnittsanleger" stehen diese Informationsquellen allenfalls am Bankschalter zur Einsichtnahme zur Verfügung, ein regelmäßiger Bezug etwa via Abonnement dürfte in aller Regel an der Gebührenfrage scheitern.

Es wäre daher sinnvoll, die Kennzeichnung auch auf die Wirtschaftspresse und später auf die überregionalen Zeitungen mit Wirtschaftsteil auszudehnen. Bereits 1975 sprachen Beyer-Fehling/Bock in diesem Sinne von der Absicht, "diese Kennzeichnung nach und nach auch im Kursteil der großen Tageszeitungen einzuführen" ⁴. Denn das Fehlen der Mitteilung über die Annahme der Empfehlungen in der Tagespresse kann zu einer Überschätzung des möglichen Werteffekts von Unterwerfungserklärungen führen ⁵. Welche Fortschritte sind in der Zwischenzeit erzielt worden?

b) Ausdehnung der Kennzeichnung auf die Wirtschaftspresse mit Kursteil

Bei Überprüfung von acht maßgeblichen überregionalen Presseorganen ⁶ konnte in keinem einzigen Fall ein besonderer Hinweis

1 Vgl. Bremer Heinz: Die Börsensachverständigenkommission 1968-1975; Aufgaben und Ergebnisse, Berlin-New York 1976, S. 31; NN: Das kleine "i" ist plötzlich "in", in: Wirtschaftswoche vom 13.4.1973, S. 36

2 NN: Neues Insider-Zeichen, in: Börsen-Zeitung vom 20.1.1977, S. 1; Die ersten, in der Börsen-Zeitung so gekennzeichneten Gesellschaften, waren Siemens, Harpener und Westag u. Getalit.

3 Jede der acht deutschen Börsen veröffentlicht ein eigenes amtliches Kursblatt.

4 Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 48

5 Vgl. Wojtek, Ralf J.: Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, Berlin 1978, S. 13, FN 8

6 Nämlich: Handelsblatt, Wertpapier, Wirtschaftswoche, Süddeutsche Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Welt

auf die anerkennenden Gesellschaften festgestellt werden.
Eine Umfrage ¹ bei den Zeitungen bzw. Magazinen nach den Gründen brachte folgendes Ergebnis:

Tab. 6: Insider-Kennzeichen in der Wirtschaftspresse

Am 2.9.1979 angeschriebene Zeitungen/Magazine	Handelsblatt	Wertpapier	Wirtschaftswoche	Süddt. Zeitung	FAZ	Welt
es erfolgte überhaupt eine Antwort auf Vorschlag, das Insiderzeichen zu setzen	ja	nein	nein	nein	nein	nein
am 25.5.1980 Überprüfung, ob Hinweis auf die anerkenn. Gesellschaften enthalten	nein	nein	nein	nein	nein	nein

¹ Der Wortlaut des Schreibens ist im Anhang unter Nr. 7 verzeichnet.

D. Präzisierung der Insiderinformationen, dargestellt am Beispiel von Übernahmeangeboten

I. Praxisbeispiele

Am 23.2.1973 unterbreitete die August Thyssen-Hütte AG den Aktionären der Rheinstahl AG das Angebot, ihre Aktien zum Preis von DM 125,- je Aktie im Nennwert von DM 100,- an ein Bankenkonsortium zu verkaufen ¹.

Am 30.10.1974 wurde den Aktionären der Gelsenberg AG von der Veba AG das Übernahmeangebot gemacht, durch Hingabe von fünf Gelsenberg-Aktien vier Veba-Aktien zu erwerben sowie zusätzlich DM 30,- bar zu erhalten ².

Während im ersten Fall in der Öffentlichkeit bald Mutmaßungen über Insidergeschäfte auftauchten und untersucht wurden ³, hatte die zweite Transaktion "insgesamt eine gute Publizität, Verdächtigungen wegen eines Mißbrauchs von Insiderinformationen tauchten nicht auf" ⁴.

Die Tatsache, daß zwei ähnliche Fälle zu stark unterschiedlichen Reaktionen in der Öffentlichkeit führten, insbesondere auch bei den Minderheitsaktionären, ist Anlaß, das Problem der Übernahmeangebote in Zusammenhang mit der Insider-Regelung näher zu untersuchen.

II. Abfindungsangebote und freiwillige Übernahmeangebote

a) Abfindungsangebote

Abfindungsangebote sind im deutschen Aktienrecht gesetzlich geregelt ⁵. Zu unterscheiden ist zunächst nach der Art des Un-

1 Vgl. Wertpapiermitteilungen vom 24.2.1973, S. 133

2 Vgl. Wertpapiermitteilungen vom 2.11.1974, S. 746 f. Weitere Beispiele für den Erwerb von Beteiligungen durch Aktien-tausch vgl. Eisenhofer, Arno: a.a.O., S. 33

3 Die Untersuchungen führten indes zu keinem Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien und die Händler- und Berater-regeln.

4 Heinsius, Theodor: Abfindung außenstehender Aktionäre und Übernahmeangebote im deutschen Aktien- und Konzernrecht, in: Übernahmeangebote im Aktienrecht, Hrsg. E. v. Caemmerer und Hans-Heinrich Jeschek, Frankfurt 1976, S. 57

5 Vgl. §§ 291 - 338 Akt G

ternehmensvertrages ¹, ferner, ob ein sog. faktischer Konzern ² vorliegt, oder ob es sich um eine Eingliederung ³ handelt. Denn nur beim sog. Vertragskonzern ⁴ und bei der Eingliederung steht den außenstehenden Aktionären nach dem Aktiengesetz ein Abfindungsanspruch zu. "Im faktischen Konzern räumt es den außenstehenden Aktionären dagegen nicht das Recht ein, gegen eine angemessene Abfindung in Aktien oder Geld aus der abhängigen Gesellschaft auszuschcheiden. Der Schutz der Minderheitsaktionäre wird in diesem Fall auf andere Weise gewährleistet." ⁵

Auf die Abfindungsangebote soll im Rahmen dieser Arbeit nicht näher eingegangen werden.

b) Freiwillige Übernahmeangebote

Bei den beiden oben genannten Beispielen - Thyssen/Rheinstahl und Veba/Gelsenberg - handelte es sich um freiwillige Übernahmeangebote. Wodurch unterscheiden sich diese von gesetzlichen Abfindungsangeboten?

Heinsius definiert - eine Legaldefinition gibt es nicht - folgendermaßen: "Das ohne Bestehen einer Rechtspflicht von einer natürlichen oder juristischen Person an die Aktionäre einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien (Zielgesellschaft) gerichtete öffentliche Angebot, deren Aktien zu einem bestimmten Preis in bar oder Aktien zu kaufen. In den Begriff 'freiwilliges Übernahmeangebot' soll ferner einbezogen sein die öffentliche Aufforderung an die Aktionäre, ihrerseits entsprechende Angebote zum Verkauf oder Tausch ihrer Aktien abzugeben." ⁶

¹ Vgl. §§ 291, 292 AktG

² Vgl. §§ 311 - 318 AktG (Fehlen eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages). Zum Konzernbegriff und zu den Konzernarten vgl. Mattes, Helmut: Finanzierungsvorgänge im Konzern, Stuttgart 1966, S. 18 ff.

³ Vgl. §§ 319 - 327 AktG

⁴ Vgl. § 205 Abs. 1 AktG

⁵ Heinsius meint hier §§ 311 Abs. 1, 312 Abs. 1, 315, 317 AktG. Vgl. Heinsius, Theodor: a.a.O., S. 37

⁶ Ebenda, S. 48

III. Freiwillige Übernahmeangebote und Insiderregelung

Nach den Insiderhandels-Richtlinien sind Insiderinformationen auch Kenntnisse von vorhergesehenen Übernahmeangeboten ¹, die der Insider weder selbst noch durch andere ausnützen lassen darf. Insoweit ist die Regelung gegenüber der Fassung von 1970 stark verbessert worden. Dennoch drängen sich auch bei der Neufassung kritische Fragen auf: Wie ist der Begriff "Übernahmeangebot" der Insider-Regelung zu interpretieren? Von welchem Zeitpunkt an handelt es sich um Insiderinformationen? Bedeuten die neuen Leitsätze der Börsensachverständigenkommission für Öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote einen Fortschritt?

a) Der Begriff "Übernahmeangebot" in der Insider-Regelung

"Aufgrund der Erfahrungen im Fall Thyssen/Rheinstahl ergab sich die Notwendigkeit, auch die Aktien von solchen Unternehmen als Insider-Papiere zu bezeichnen, mit denen ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, eine Verschmelzung oder eine Eingliederung geplant oder bereits durchgeführt ist." ²

Daraus folgt umgekehrt, "daß die Insider-Papiere eines Unternehmens nicht auch Insider-Papiere des mit ihm wechselseitig beteiligten Unternehmens nach § 19 Aktiengesetz sind. Dasselbe gilt für Unternehmensverträge im Sinn des § 292 Aktiengesetz, die keine Beherrschungsverträge oder Gewinnabführungsverträge sind." ³

Die Lückenhaftigkeit der Regelung geht hieraus hervor, denn "in dem Katalog nicht genannt sind sonstige Unternehmensverträge, wie Teilgewinnabführungsverträge und Betriebsüberlassungsverträge (§ 292 AktG), die ebenfalls tiefgreifende Eingriffe in die Ertragslage zur Folge haben können" ⁴.

¹ Vgl. § 2 Nr. 3 Satz 3 Ziff. c Insiderhandels-Richtlinien

² Bremer, Heinz: Die Börsensachverständigenkommission, Berlin-New York 1976, S. 31

³ Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: a.a.O., S. 21 f.

⁴ Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 509

Von Schwark wird empfohlen, die fehlenden Unternehmensverträge "im Einzelfall zu prüfen, ob sie von Einfluß auf die Ertrags- und Liquiditätsverhältnisse sind oder sein werden, d.h. diese Wirkungen aus der Sicht eines vernünftigen und sachkundigen Beobachters voraussichtlich eintreten werden" ¹. Denn die Insider-Regeln sprechen von "wesentlichen Umständen", die auf Ertrags- oder Liquiditätsveränderungen von Einfluß sind oder sein werden ². Bejahendenfalls sind sie den Insiderinformationen zuzurechnen.

b) Wann wird eine Information zu einer Insider-Information?

Die Insiderhandels-Richtlinien wollen in erster Linie die Ausnutzung eines zeitlichen Informationsvorsprungs unterbinden. Daraus muß gefolgert werden, daß der maßgebliche Zeitpunkt, wann eine Information Insidercharakter erhält, von entscheidender Bedeutung ist.

Bei Insiderinformationen muß es sich um Kenntnisse handeln, die noch nicht bekanntgegeben oder bekanntgeworden sind, sowie um "vorgesehene Maßnahmen". Betrachtet man die einschlägigen Fälle aus der Praxis, so könnte einerseits der Zeitpunkt, in dem ein entsprechender Beschluß durch Hauptversammlung(en) gefaßt worden ist, maßgeblich sein. Diese Überlegung wird zu Recht kritisiert: "Die Richtlinien würden insoweit völlig ins Leere gehen, wenn man auf die Beschlußfassung der Hauptversammlung abstellen wollte." ³ In diesem Sinne äußert sich auch Renner: "Ist bereits zuvor unter dem Vorbehalt der Zustimmung durch die Hauptversammlung eine entsprechende Vereinbarung zwischen den Unternehmensleitungen getroffen worden, so werden die Richtlinien ihrem Zweck entsprechend bereits von da an anzuwenden sein." ⁴

Bei dem freiwilligen Übernahmeangebot von Thyssen an die Rhein Stahl-Aktionäre heißt es in dem Kaufangebot des Vorstands: "Die August Thyssenhütte AG ist daran interessiert, eine Mehrheitsbeteiligung an der Rhein Stahl AG zu erwerben. Sie bietet im Einvernehmen mit dem Vorstand und Aufsichtsrat der

1 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 509

2 Vgl. S. 87 dieser Arbeit

3 Rümker, Dietrich: a.a.O., S. 1209

4 Renner, Volker: a.a.O., S. 115

Rheinstahl AG den Aktionären dieser Gesellschaft die Möglichkeit, ..." ¹ Hier dürfte der maßgebliche Zeitpunkt - bei Interpretation der Richtlinien - spätestens der 23.2.1973, der Tag der Bekanntgabe durch den Vorstand von Thyssen, sein. Veröffentlicht wurde dieses Kaufangebot am darauffolgenden Tag.

Zweifel in der Öffentlichkeit bleiben dennoch zurück. Den Insidern dürften die vorgesehenen Maßnahmen - mehr oder weniger detailliert - bereits einige Zeit vor ihrer Veröffentlichung bekannt sein.

"Nach den Richtlinien ist ihnen aber nur untersagt, diese Informationen bei Geschäften in Papieren ihrer eigenen Gesellschaft zu verwerten, während Geschäfte in den Papieren des anderen Unternehmens in dieser Zeit noch keiner Einschränkung unterliegen." ²

In der jetzigen Form ist die Regelung zweifellos unbefriedigend. Vorbildlich erscheint dagegen die "klare Informationspolitik", die zwei Schweizer Unternehmen frühzeitig über ihre Fusionsgespräche betreiben: bereits im Stadium der Bewertung beider Unternehmen wird über die Fusionsabsicht berichtet. "Mit der raschen Bekanntgabe der Fusionsgespräche kann nun aber bereits aufgekommenen Gerüchten um eine Übernahme der börsenkotierten Sika vorgebeugt werden. ... Diese klare Informationspolitik von Sika und Unikeller ist ein Versprechen dafür, daß die Aktionäre auch über die nächsten Schritte frühzeitig informiert werden - früh genug, um wilden Gerüchten vorzubeugen." ³

c) Leitsätze für Kauf- und Umtauschangebote (freiwillige Regelung)

Aufgrund unerfreulicher Vorkommnisse in der jüngsten Vergangenheit und um ähnlichen Bestrebungen in der Europäischen Gemeinschaft zuvorzukommen, hat die Börsensachverständigenkommission Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote entwickelt und veröffentlicht ⁴. "Von beson-

¹ Wertpapiermitteilungen vom 24.2.1973, S. 133

² Renner, Volker: a.a.O., S. 116

³ NN: Klare Informationspolitik, in: Finanz und Wirtschaft v. 4.4.1979, S. 23

⁴ Vgl. NN: Geordnete Bahnen für Kauf- und Umtauschangebote, in: Börsen-Zeitung vom 30.1.1979, S. 5 und NN: Leitsätze für freiwillige Kauf- und Umtauschangebote, in: Handelsblatt vom 30.1.1979, S. 6

derer Bedeutung in den Leitsätzen ist das Ziel der Gleichbehandlung aller Aktionäre eines betroffenen Unternehmens, die Durchsetzung einer hinreichenden Überlegungs- und Entscheidungsfrist auf der Grundlage eines detaillierten Angebots sowie die Verhinderung einer störenden Marktbeeinflussung." ¹

Interessant ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob der Zeitpunkt, von dem ab eine Information eine Insiderinformation ist, hinreichend genau erfaßt ist. Denn z.B. der Fall Thyssen/Rheinstahl läßt sich immer wieder auf dieses Kardinalproblem zurückführen.

So heißt es im Text der Leitsätze bei der Vorbereitung des Angebots, daß die an Kauf- und Umtauschverhandlungen beteiligten Personen so lange zu strikter Geheimhaltung verpflichtet sind, bis die Verhandlungen oder das Kauf- oder Umtauschangebot öffentlich bekannt gegeben worden sind ².

Dieser Passus ist zweifellos sehr weit gefaßt, so "daß für Interpretationen sehr viel Raum bleibt" ³.

Gleiches gilt für das Gebot, "wer ein Öffentliches Kauf- oder Umtauschangebot ankündigt, soll das Angebot alsbald veröffentlichen" ⁴. Die Auslegung von "alsbald" ist offenbar in das Ermessen des Käufers gelegt worden: sie reicht von "in Kürze" über "demnächst" bis zu "in absehbarer Zeit". Besser wäre es gewesen, man hätte den Begriff "unverzüglich" verwendet, der ohne größere Schwierigkeiten überprüfbar ist.

Auch im weiteren Verlauf des Textes werden die Leitsätze in ihrer Aussagefähigkeit nicht so genau, wie es im Interesse der Aktionäre und des Bieters notwendig gewesen wäre. Vielversprechend heißt es zwar zu dem Verhalten von Insidern bis zur Bekanntgabe eines Kauf- oder Umtauschangebotes: "Von dem Zeitpunkt ab, in dem von dem geschäftsführenden Organ des Käufers die Abgabe eines Kauf- oder Umtauschgebots beschlossen worden ist, bis zu seiner Bekanntgabe dürfen weder der Käufer noch Personen, die in die Kauf- oder Umtauschgespräche eingeweiht oder damit befaßt sind, Geschäfte in Aktien eines mit

¹ Baehring, Bernd: Wohlverhalten verlangt, in: Börsen-Zeitung vom 30.1.1979, S. 1

² NN: Leitsätze für freiwillige Kauf- und Umtauschangebote, a.a.O., S. 5, Ziff. B 1

³ Schleif, Gerhard: Freiwilliges Korsett, in: Handelsblatt vom 30.1.1979, S. 6

⁴ NN: Leitsätze für freiwillige Kauf- und Umtauschangebote, a.a.O., S. 5, Ziff. B 3

der betroffenen oder der bietenden Gesellschaft verbundenen Unternehmens abschließen oder abschließen lassen." ¹

Umgekehrt folgt doch hieraus nichts anderes, daß bis zur Beschlußfassung des Vorstands die mit der vorgesehenen Transaktion befaßten Insider ihre Informationen nach wie vor ausnützen können.

Weder die Richtlinien noch die Leitsätze haben hier Abhilfe schaffen können. Die Zukunft wird zeigen, ob und wie die Praxis mit diesem Mangel lebt und ob es in Zukunft weitere Fälle Thyssen/Rheinstahl geben wird ².

In Großbritannien jedenfalls hat sich der "City Code on Take-overs and Mergers", eine Art Vorläufer der Leitsätze, befriedigend bewährt ³.

E. Verbesserung der Börsenzulassungsbestimmungen als Mittel gegen Insidergeschäfte

I. Die Zulassung von Wertpapieren ⁴ zum Börsenhandel

a) Allgemeines ⁵

Die Voraussetzung dafür, daß Wertpapiere amtlich notiert werden und der Kursmakler in Anspruch genommen werden kann, ist die amtliche Börsenzulassung. "Nicht zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere sind vom Handel in den Räumen der Börse nicht ausgeschlossen. Die Tatsache, daß ihr Kurs nicht amtlich festgestellt werden darf, ihre Vermittlung durch Kursmakler und die Veröffentlichung von offiziellen Preislisten sowie

1 NN: Leitsätze für freiwillige Kauf- und Umtauschangebote, a.a.O., S. 5, Ziff. B 4. - Dieser Absatz betrifft z.B. ein Problem in dem Abfindungsangebot Thyssen/Rheinstahl: "Wenn im Fall Thyssen/Rheinstahl der Kurs einer schlechtstehenden Gesellschaft sich während der Vorbereitung des Übernahmeangebots von 86 auf 125 entwickelt habe, so müsse es doch ein Leck gegeben haben, selbst wenn man später einen Verstoß gegen die Insider-Richtlinien nicht mehr habe feststellen können." Huber, Ulrich: Diskussionsbeitrag, abgedruckt in: Übernahmeangebote im Aktienrecht, Schriftenreihe der Gesellschaft für Rechtsvergleichung, Hrsg. v. E. v. Caemmerer und Hans-Heinrich Jeschek, Frankfurt 1976, S. 70

2 Anzuerkennen sind aber - trotz der aufgezeigten Mängel - die Leitsätze als solche, da "eine freiwillige Regelung präsentiert wird, mit der angemessenes und verantwortungsbewußtes kaufmännisches Verhalten ohne bürokratische Spitzfindigkeiten zum Ausdruck gebracht werden soll." Schleif, Gerhard, Freiwilliges Korsett, a.a.O., S. 6

3 Vgl. Schmitthoff, Clive M.: Die Regelung von Take-over-bids im Forts. sowie Fn. 4 und 5 s. S. 244

Kurszetteln untersagt ist, erschwert jedoch ihre Unterbringung und Veräußerung." ¹

Unter Zulassung von Wertpapieren versteht das Börsengesetz "eine besonders ausgestaltete Erlaubnis, für Geschäfte in den zugelassenen Papieren die Börseneinrichtungen zu benutzen" ².

Der Sinn der Börsenzulassung besteht darin, "daß das Publikum alle zur Beurteilung der Wertpapiere erforderlichen Tatsachen und rechtlichen Verhältnisse möglichst vollständig erfährt" ³. Darüber hinaus ist es Aufgabe des Zulassungsverfahrens, "Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden oder welche offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen" ⁴.

Die Zulassung hat also die Aufgabe, dem Emittenten seine Publizitätspflichten aufzuzeigen und "zielt auf eine Festigung des Kapitalmarktes sowie auf eine größere Streuung des Wertpapierbesitzes hin" ⁵. Diese Ziele sind jedoch nur erreichbar, wenn durch die einschlägigen Bestimmungen Insidergeschäfte verhindert werden. Ob oder inwieweit dies der Fall ist, wird im weiteren Verlauf zu untersuchen sein.

Zum besseren Verständnis soll zunächst kurz auf einige in diesem Zusammenhang relevante Begriffe - besonders unter dem Aspekt der Publizität - eingegangen werden.

b) Antrag auf Zulassung bei der Zulassungsstelle

Der Antrag auf Börsenzulassung ist bei der jeweiligen Zulassungsstelle ⁶, die zu den zwingend vorgeschriebenen Börsenorganen zählt ⁷, einzureichen. Aufgabe der Zulassungsstelle

englischen Recht, in: Übernahmeangebote im Aktienrecht, a.a.O., S. 18

4 Vgl. §§ 34 - 49 Börsengesetz

5 Vgl. ausführlich zu den Einzelheiten der Zulassung Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 301 ff.

1 Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Wertpapierrechts, a.a.O., S. 101

2 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 258

3 Hagenmüller, Karl Friedrich: Der Bankbetrieb, Bd. II, 4. Aufl., Wiesbaden 1978, S. 195 f.

4 § 36 Abs. 3c Börsengesetz

5 Hintner, Otto: Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 102; Süchting, Joachim: a.a.O., S. 67

6 Vgl. § 36 Abs. 1 BörsG. In Deutschland gibt es acht Börsenplätze und ebenso viele Zulassungsstellen.

7 Vgl. Hahn, Oswald: Außen- und Innenfinanzierung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 87

ist es, das Publikum "über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse" ¹ weitgehend zu informieren. In ihrem Ermessen liegt es auch, Emittenten die Börsenzulassung zu verweigern ². Daraus ergibt sich, daß an den Sachverstand und das Urteilsvermögen der Mitglieder der Kommission ³ hohe Anforderungen gestellt werden müssen. Ob diesen Ansprüchen immer Rechnung getragen werden kann, läßt sich nicht ohne weiteres bejahen. Der Fall des Düsseldorfer Bauunternehmens Beton und Monierbau AG (BUM) gibt zu Zweifeln Anlaß ⁴. Dem Optimismus von Bremer hinsichtlich der Lösung dieser "im Allgemeininteresse liegenden börsenpolitischen Aufgabe" ⁵ kann nicht gefolgt werden. (Immerhin sind seine Ausführungen vor fast 12 Jahren gemacht worden). In der Zwischenzeit gab es neben dem jüngsten Fall, Beton- und Monierbau AG, auch die Fälle Atlantis, Deutsche Klinik für Diagnostik und Mitsumi. Der Niedergang dieser Gesellschaften hätte wohl bei der von Bremer genannten großen Kenntnis "wirtschaftlicher und national-ökonomischer Zusammenhänge" der Zulassungsstelle mit etwas mehr Weitblick vermieden werden können.

1 § 36 Abs. 2 b BörsG

2 Verstöße gegen Publizitätsvorschriften sind durchaus ein Grund dafür, daß die Zulassungsstelle die Genehmigung zurücknehmen kann. Vgl. Hahn, Oswald: Außen- und Innenfinanzierung, a.a.O., S. 92

3 Zur Zusammensetzung der Kommission vgl. § 36 Abs. 1 BörsG. - Die Zulassungsstelle an der Frankfurter Wertpapierbörse setzte sich 1978 aus zehn Vorstandsmitgliedern von Großbanken und Privatbankiers sowie aus zwölf Vorstandsmitgliedern von Industrieunternehmen zusammen. Vgl. NN: Jahresbericht 1978 Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1979, S. 43 f. Kritisch zum personellen Übergewicht der Nicht-Banken äußert sich Staudt, der bemängelt, daß diese Tatsache der Publizität nicht gerade förderlich sei, weil sich besonders die Industrie gegen eine erweiterte Publizität wende. Vgl. Staudt, Eduard: a.a.O., S. 8

4 Bremer geht bei seiner Darstellung noch von der eher idealtypischen Vorstellung aus, daß durch die besondere Zusammensetzung der Zulassungsstelle "ein Höchstmaß an Sachkunde und Erfahrung" erreicht wird. Vgl. Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, a.a.O., S. 101

5 Ebenda, S. 104

Der Antrag wird - häufiger - von einem Bankenkonsortium oder - seltener - von der an der Börse vertretenen Hausbank vorgelegt. Zuvor wird der Antrag von diesen geprüft ¹, um mögliche Pannen zu vermeiden.

Die wichtigste Anlage, die dem Antrag beigelegt sein muß, ist der Börsenprospekt, der vom Emittenten und den Konsorten und/oder der Hausbank zu unterzeichnen ist ².

Dem Prospekt kommt als Publizitätsmittler zwischen Emittent und Publikum eine Schlüsselrolle zu.

II. Der Börsenprospekt ³

a) Inhalt

Damit der Prospekt "dem Publikum eine zeitnahe Information über die Wertpapiere, die es an der Börse erwerben will" ⁴, verschaffen kann, hat er die "wirtschaftlichen, finanziellen und juristischen Verhältnisse eines Wertpapierausstellers" ⁵ so umfassend wie möglich darzustellen. Alle Angaben, die im Prospekt enthalten sind, sind nicht lediglich als unverbindliche Anpreisungen zu verstehen, sondern von wesentlicher Bedeutung für die Beurteilung des Wertpapiers ⁶.

Die näheren Einzelheiten, was alles prospektpflichtig ist, ergeben sich aus der Wertpapier-Zulassungs-Bekanntmachung ⁷. Diese datiert jedoch aus dem Jahre 1910 und konnte mit den heutigen Publizitätserfordernissen nicht Schritt halten.

¹ Vgl. Staudt, Eduard: a.a.O., S. 7

² Vgl. § 5 Abs. 3 Bekanntmachung betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom 4.7.1960 (RGBl. S. 917); Zitierweise: Zul.Bek. Industrieunternehmen sind immer auf ein Emissionshaus zwecks Börseneinführung angewiesen. Vgl. Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Wertpapierrechts, a.a.O., S. 105

³ Vgl. §§ 6 ff. Zul.Bek.

⁴ Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 283

⁵ Staudt, Eduard: a.a.O., S. 28

⁶ Vgl. Wiedemann, Herbert/Schmitz, Erich: Kapitalanlegerschutz bei unrichtiger oder unvollständiger Information, in: ZGR 1980, S. 132 f.

⁷ Vgl. §§ 6 ff. Zul.Bek.

Die führenden Emissionshäuser haben daher gemeinsam mit den Börsenzulassungsstellen im Jahre 1966 "Arbeitsunterlagen" verfaßt, "die den Mitgliedern dieser Stellen und den Sachbearbeitern der Konsortialbanken und Emissionsinstitute Anhaltspunkte für die Vorbereitung und Durchführung des Zulassungsverfahrens geben." ¹ Insbesondere wurde hier das Aktiengesetz von 1965 berücksichtigt.

Auf Bedenken ² stößt die Tatsache, daß diese "Arbeitsunterlagen" nicht veröffentlicht werden und nur dem oben genannten Personenkreis bekannt sind. Eine Publizierung sollte nicht länger auf sich warten lassen, da es keine Gründe für deren Zurückhaltung gibt.

b) Aktualität des Börsenprospekts

Der Prospekt stellt die Situation des Emittenten zu einem bestimmten Zeitpunkt dar, nämlich wenn der Zulassungsantrag bei der Zulassungsstelle schriftlich eingereicht wird. Zwischen der Prüfung des Antrags, der Beschlußfassung über die Zulassung, der Veröffentlichung der Zulassung und der Einführung in den amtlichen Handel vergeht ein gewisser Zeitraum, in dem sich neue Entwicklungen beim Emittenten ergeben könnten. Einige Geschäftsordnungen von Zulassungsstellen sehen vor, daß die Zulassung hinfällig wird, wenn drei Monate nach der Veröffentlichung der Handel noch nicht aufgenommen wurde. Da die Wertpapiere frühestens am dritten Börsentag nach dem Zulassungsbeschluß und der Prospektveröffentlichung an der Börse eingeführt werden dürfen, hätte demnach der Emittent - rein rechnerisch betrachtet - zwei Monate und 27 Tage Zeit, den Prospekt zu veröffentlichen. "Diese Zeitspanne muß als zu lang angesehen werden." ³

Die Aktualität des Börsenprospekts wird auch durch die häufig zu beobachtende Handhabung ⁴ beeinträchtigt, daß die Wertpa-

1 Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Wertpapierrechts, a.a.O., S. 110

2 So auch Staudt, Eduard: a.a.O., S. 31

3 Frohne, Ronald: Prospektpflicht und Prospekthaftung in Deutschland, Frankreich und den USA, München 1974, S. 11

4 Zu den Gründen vgl. Krell, Ulrich M.: Die zivilrechtliche Haftung der Emissionsbanken gegenüber dem Wertpapieraussteller, Diss. Freiburg 1973, S. 75 f.

piere bereits vor der Prospektveröffentlichung im Publikum untergebracht werden ¹. Der Nachteil dieser Verfahrensweise ist darin zu sehen, daß der Ersterwerber nicht die Möglichkeit hat, sich Kenntnisse anhand des Prospekts zu verschaffen ².

Ein gelegentliches Gegenargument ³, daß nämlich bei Einführung zum Börsenhandel die notwendige Anzahl von Stücken nicht zur Verfügung steht ⁴, kann entkräftet werden: das Instrument der Globalurkunde ⁵ ersetzt vorübergehend die effektiven Stücke ⁶.

c) Prospektprüfung durch die Zulassungsstelle

Es ist naheliegend, daß zu den wesentlichen Aspekten des Börsenprospektes nicht nur dessen Aktualität zählt, sondern daß ebenso "die Prüfung des Prospekts durch die Zulassungsstelle von entscheidender Bedeutung hinsichtlich der Schutzfunktion des Prospekts" ⁷ ist.

1 Zu diesem Zeitpunkt darf dann zwar noch kein amtlicher Börsenkurs ermittelt werden, ein Handel im unregulierten Freiverkehr ist aber durchaus möglich und üblich. Der Börsenprospekt über die Zulassung junger BuM-Aktien wurde am 7.11.1978 im Bundesanzeiger veröffentlicht; zu diesem Zeitpunkt lief die Bezugsfrist für diese Aktien bereits rund drei Wochen (seit dem 16.10.1978). Die Prospektveröffentlichung und der Bezugsbeginn erfolgten also keineswegs zeitlich kongruent, der Zeichner hatte eine erhebliche Informationslücke. - Auch Hahn kritisiert, daß bei der gegenwärtigen Handhabung (Unterbringung der Emission im Publikum vor der Börsenzulassung) der Prospekt überflüssig ist. Vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 303

2 Vgl. Frohne, Ronald: a.a.O., S. 10

3 So etwa Krell, Ulrich M.: a.a.O., S. 76

4 Wie in § 1 Abs. 1 Zul.Bek. vorgeschrieben

5 Vgl. Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Wertpapierrechts, a.a.O., S. 112

6 Zum Problem der Globalurkunde beim Schadensersatzanspruch vgl. Pleyer, Klemens/v. Hetzberg, Christine: Rechtssprechung läßt viele Fragen offen, in: Handelsblatt vom 12./13.10.1979, S. 24

7 Frohne, Ronald: a.a.O., S. 11

Die Zulassungsstelle ist verpflichtet ¹, die "positiven und negativen Voraussetzungen" ² zu prüfen, unter denen die Zulassung oder Ablehnung einer Emission möglich ist. Insbesondere hat sie sich alle zur Urteilsfindung notwendigen Urkunden vorlegen lassen und auf Vollständigkeit zu prüfen, das Publikum durch den Prospekt zu informieren und vorschriftswidrige Emissionen von der Zulassung auszuschließen.

Auf die Auseinandersetzung, ob der Zulassungsstelle neben ihrem formellen auch ein materielles Prüfungsrecht zusteht, soll hier nicht näher eingegangen werden.

Richtig ⁴ dürfte heute die Auffassung sein, daß die Prüfung nicht nur rein formell ist, sondern erheblich darüber hinausgeht. Die Zulassungsstelle hat "eine im Allgemeininteresse liegende börsenpolitische Aufgabe ..., die erhebliche Aufmerksamkeit und eine große Kenntnis wirtschaftlicher und nationalökonomischer Zusammenhänge verlangt" ⁵.

Unter diesen Umständen erscheint es nicht überraschend, daß Emittenten hin und wieder die Börsenzulassung verweigert wird. Aus aktuellem Anlaß ⁶ stellt sich jedoch die Frage, ob es nicht eher zu wenig als zu viel Ablehnungen gibt.

1 Vgl. §§ 36 Abs. 3, 44 BörsG

2 Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Wertpapierrechts, a.a.O., S. 102 ff.

3 Vgl. hierzu Frohne, Ronald: a.a.O., S. 11 ff. und die dort angegebene Literatur

4 In diesem Sinne Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 268; Frohne, Ronald: a.a.O., S. 13; Elle, Horst: Über die Verantwortlichkeit der Zulassungsstelle einer deutschen Börse gegenüber dem Publikum, in: ZHR 1966, S. 293; Schmalenbach, Eugen: Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Köln-Opladen 1950, S. 24

5 Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Wertpapierrechts, a.a.O., S. 104

6 Die Informationspolitik der in Konkurs gegangenen Beton- und Monierbau AG spricht für sich:

- Veröffentlichung der Jahresbilanz 1977 im August 1978
- Passivierung einer erst noch zu beschließenden Kapitalerhöhung in dieser Bilanz!
- Verspätete Hauptversammlung am 4.10.78 (statt spätestens am 31.8.78) mit Kapitalerhöhungsbeschuß
- Ende der Bezugsrechtsfrist für junge Stamm- und Vorzugsaktien am 3.11.1978
- Veröffentlichung des Börsenprospekts am 7.11.1978

Es ist wohl klar, daß natürlich die Mitglieder der Zulassungsstelle aufgrund der Informationen, die sie über das zuzulassende Unternehmen verlangen und erhalten, zweifelsfrei zu den Insidern gehören. In diesem Sinne äußern sich auch die Insiderhandels-Richtlinien¹.

Diesem Aspekt, nämlich einem möglichen Interessenkonflikt bei Personen, die für die Zulassung von Wertpapieren zuständig sind, hat das Börsengesetz einen Riegel vorgeschoben: Diejenigen Personen, die an der Einführung eines Wertpapiers in den Börsenhandel beteiligt sind, sind von der Beratung und Beschlußfassung über die Zulassung dieses Wertpapiers ausgeschlossen².

III. Prospekthaftung als Mittel der "Publizitätsqualität"³

Das Börsengesetz sorgt dafür, daß die Haftung für falsche oder unvollständige Angaben im Börsenprospekt auf einen möglichst großen Kreis von Verantwortlichen verteilt wird und das "Informationsrisiko"⁴ für den Anleger minimiert wird.

Zunächst ist festzuhalten, daß aus dem Prospekt nicht nur diejenigen haften, die ihn erlassen haben - also das oder die Kreditinstitute - sondern auch diejenigen, von denen der Erlaß des Prospekts ausgeht, also der Emittent. Gehaftet wird gesamtschuldnerisch⁵, d.h. jeder Zeichner oder Käufer des betreffenden Wertpapiers kann sich bei jedem Prospektunterzeichner schadlos⁶ halten. Diese Haftung entfällt jedoch dann, wenn der Wertpapierbesitzer die Unrichtigkeit des Prospekts kannte oder kennen mußte. Ein Haftungsausschluß

1 Vgl. § 2 Nr. 1, 3 IHR

2 Vgl. § 36 Abs. 2 BörsG. Hopt nennt in diesem Zusammenhang "die Mitglieder des Emissions- bzw. Börsenzulassungskonsortiums, typischerweise Banken." Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 295

3 Frohne, Ronald: a.a.O., S. 38

4 Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 311

5 Vgl. §§ 241 ff. BGB

6 Der Wertpapierbesitzer muß beweisen, daß die Angaben im Prospekt Ursache seines Schadens sind. Damit scheidet eine Prospekthaftung in den Fällen aus, in denen der Prospekt erst nach dem Erwerb der Emission durch den Wertpapierbesitzer veröffentlicht wurde. Problematisch dürfte es sein, während einer allgemeinen Baisse einen Kursrückgang in einem bestimmten Papier fehlerhaften Prospektangaben zuzuordnen. Vgl. Schwark, Eberhard: Die Haftung aus dem Prospekt über Kapitalanlagen, in: Betriebs-Berater 1979, S. 962

von seiten der Emittenten ist andererseits nicht wirksam ¹. Die Prospekthaftung ist dann ausgeschlossen, wenn überhaupt kein Prospekt verfaßt wird. Diese Regelung ² trifft zu auf Anleihen des Bundes, der Länder, von Bundesbahn und -post, der Lastenausgleichsbank und der Kreditanstalt für Wiederaufbau. Diese Emissionen sind ohne Zulassungsverfahren an jeder deutschen Börse zugelassen.

IV. Kritik am Zulassungsprospekt

Wie bereits dargestellt, ist es Aufgabe des Prospekts, "die für die Beurteilung der einzuführenden Wertpapiere wesentlichen Angaben" ³ den Interessenten zu vermitteln. Damit der Prospektzwang überhaupt noch einen Sinn hat und dem wachsenden Informationsbedürfnis des Publikums Rechnung getragen wird, sind die Mängel am bestehenden System aufzuzeigen und geeignete Verbesserungsvorschläge zu unterbreiten.

a) Aktualität

Unter dem Gesichtspunkt des "Informationsrisikos" ist die Börsenprospekt-Aktualität die entscheidende Komponente des Prospekts schlechthin. Wie an anderer Stelle angeführt, kann zwischen Zulassungsbeschluß und Börseneinführung ca. ein viertel Jahr vergehen. Der Vorschlag ⁴, die Gültigkeit des Zulassungsbeschlusses auf maximal einen Monat zu begrenzen, ist daher uneingeschränkt zu unterstützen. Dies um so mehr, als die Verfasser des Prospekts nicht verpflichtet sind, den Prospekt nachträglich zu berichtigen, falls sich in der Zwischenzeit neue Erkenntnisse ergeben haben sollten.

Als beispielgebend seien an dieser Stelle die Richtlinien des Rats der Europäischen Gemeinschaften ⁵ für einen Börsenzulassungsprospekt genannt: Art. 17 verlangt aus Gründen der

¹ Vgl. § 48 Abs. 1 BörsenG

² Vgl. § 39 BörsG

³ § 38 Abs. 2 Satz 1 BörsG

⁴ Vgl. Frohne, Ronald: a.a.O., S. 340, 11

⁵ An die alle Mitgliedstaaten der EG gebunden sind

Prospektaktualität, daß zwischen der Erstellung des Prospekts und der Börseneinführung liegende wesentliche Ereignisse als Ergänzung in dem Prospekt aufgenommen werden müssen. "Besonders zu erwähnen ist, daß künftig den Emittenten die gesetzliche Verpflichtung auferlegt werden muß, das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen zu informieren, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind." ¹ Die Praxis knüpft hieran die Erwartung, daß "Insidervorteile zunehmend an Bedeutung verlieren, weil die Gelegenheiten zur Ausnutzung solchen Wissens erheblich eingeschränkt werden" ²

Je zeitnaher die Prospektangaben also sind, desto geringer sind - zumindest tendenziell - die Möglichkeiten von Insidern, aus ihren Informationsvorsprüngen Vorteile zu Lasten von Outsidern zu ziehen.

b) Inhalt

Durch den Prospekt soll der Emittent zu einer sachlich angemessenen, qualitativ anspruchsvollen Berichterstattung ³ verpflichtet werden. Erstrebenswert erscheint eine Kompromißlösung zwischen dem ursprünglich recht überzogenen und perfektionistischen EG-Entwurf ⁴ und der einfacheren, aber praxisnäheren und flexibleren deutschen Regelung. An den Inhalt dürfen keine Anforderungen gestellt werden, die die Unternehmen vom Gang an die Börse abhalten könnten. Andererseits wäre es wünschenswert, den Inhalt des Prospekts so festzulegen, "daß damit sowohl dem Bedürfnis nach zuverlässiger und

1 NN: Jahresbericht 1979 Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1980, S. 23. - Zu den oben erwähnten Tatsachen zählen bei Aktien: Umstände, die wegen ihrer Auswirkung auf die Vermögens- und Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf der Gesellschaft zu einer beträchtlichen Kursänderung führen können; bei Rentenwerten: Umstände, die die Zins- und Tilgungsverpflichtungen des Emittenten beeinträchtigen können.

2 Ebenda, S. 40

3 Vgl. NN: EG-Richtlinie über Zwischenberichte, in: Börsen-Zeitung vom 19.1.1979, S. 8

4 Vgl. von Oppenheim, Alfred Frh.: Harmonisierung des Börsenrechts, in: Die Bank 1979, S. 419. In diesem Sinne auch Bremer, Heinz: Die Börsensachverständigenkommission, Berlin-New York 1976, S. 34

hinreichender Information als auch dem Gebot der Allgemeinverständlichkeit, die zusammen als Moment der Kapitalmarktförderung wirken, gedient wird." ¹

c) Insider

Am Beispiel der bereits genannten BuM wird deutlich, über welche besonderen Informationen die Unterzeichner des Prospekts ² verfügen und wie diese Kenntnisse zum eigenen Vorteil und zum Schaden anderer genutzt werden (können).

Am 13.7.1978 wurde eine Kapitalerhöhung beschlossen und von zwei unterzeichnenden Kreditinstituten "vorfinanziert und garantiert, um überhaupt liquiditätsmäßig über die Runden zu kommen" ³. Im Prospekt, veröffentlicht am 7.11.1978, wird behauptet, daß sich das Ergebnis von BuM in 1978 gegenüber 1977 verbessern werde. Die Finanzpläne für Juli und August 1978 wiesen andererseits - nach Angaben der Westdeutschen Landesbank ⁴ - bereits Liquiditätsunterdeckungen von 26 Millionen DM auf! Und in einer Aufsichtsratssitzung ⁵ von BuM am 12.7.1978 - also einen Tag vor dem Kapitalerhöhungsbeschluß - wurde sogar die Gesellschaft von allen Teilnehmern für zahlungsunfähig erklärt! ⁶

1 Krell, Ulrich M.: a.a.O., S. 127. Auch wird kritisiert, daß der Inhalt der Prospekte den der Geschäftsberichte kaum übertrifft und eine Reaktion der Wirtschaftspresse auf dieses Übel nicht erkennbar ist. Vgl. Hahn, Oswald: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 303

2 Hier seien besonders die Westdeutsche Landesbank und die Deutsche Genossenschaftsbank genannt.

3 NN: Dokumentation: BuM-Konkursverwalter/WestLB (I), in: Handelsblatt vom 7./8.1979, S. 13

4 NN: Dokumentation: BuM-Konkursverwalter/WestLB (II), in: Handelsblatt vom 10.9.1979, S. 17

5 An der auch ein Vorstandsmitglied der Westdeutschen Landesbank teilnahm.

6 NN: Dokumentation: BuM-Konkursverwalter/WestLB (I), a.a.O., S. 13

Die Frage liegt nahe, wie es die Unterzeichner des Prospekts unter diesen Umständen mit dem Grundsatz der Prospektwahrheit gehalten haben ¹. Und wieso vertrat die Westdeutsche Landesbank bei der Hauptversammlung am 26.8.1977 noch ca. 20 % des AK von BuM, am 4.6.1978 jedoch nur noch 4,3 %? Der Verdacht ² liegt nahe, daß die Aktien zu einem Zeitpunkt an der Börse (oder außerhalb) verkauft wurden, als das im Aufsichtsrat vertretene Kreditinstitut, nicht aber der nicht-informierte Anleger von der BuM-spezifischen Situation wußte ³.

Es können an dieser Stelle nicht die Rechtsfolgen aus dem (Fehl-?)Verhalten eines den Prospekt unterschreibenden Kreditinstituts dargestellt werden; hinzu kommt nämlich, daß es sich hier um einen wohl bisher einmaligen Fall handeln dürfte, der die Gerichte noch auf längere Zeit beschäftigen wird. Ohne diesen Entscheidungen vorgreifen zu wollen, bleibt dennoch ein Unbehagen: Warum wurde bisher kein Verfahren, daß aufgrund der Insider-Regeln möglich und wünschenswert ist, eingeleitet? Könnte das Prüfungsverfahren noch erweitert und verbessert werden?

Was die Frage der Prospekthaftung anbetrifft, so sind die Unterzeichner ⁴ des Prospekts nicht erst bei Zulassung der Wertpapiere haftbar, sondern bereits bei Einreichung ⁵ eines unrichtige Angaben enthaltenden Prospekts.

1 "Allgemein ist festzuhalten, daß die Sorgfaltsanforderungen an die Bank um so strenger sind, je näher ein Zweifel an der Richtigkeit der Prospektangaben liegt, je erheblicher die Angaben für die Wertbemessung und je leichter die Feststellung des richtigen Sachverhalts ist." Pleyer, Klemens/Hertzberg, Christine v.: a.a.O., S. 24

2 Vgl. NN: Insider bei BuM? In: Das Wertpapier 1978, S. 975

3 Die Westdeutsche Landesbank versucht sich u.a. damit zu rechtfertigen, daß die Informationen des ihrem Vorstand angehörenden AR-Mitglieds bei BuM nicht zugleich als Kenntnis der Westdeutschen Landesbank gelten können und beruft sich dabei auf die Verschwiegenheitspflicht von Aufsichtsratsmitgliedern. Vgl. NN: Dokumentation BuM-Konkursverwalter/WestLB (II), a.a.O., S. 16. Zur Kritik an dieser Auffassung vgl. Kruk, Max: Viel Staub um Beton- und Monierbau, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6.9.1979, S. 13

4 Derjenige Konsorte, der den Prospekt mitunterzeichnet, haftet für einen etwaigen Schaden. Vgl. hierzu besonders Frohne, Ronald: a.a.O., S. 66 ff.

5 Vgl. Obst, Georg/Hintner, Otto: a.a.O., S. 544

Zusammenfassend läßt sich aufgrund des geschilderten Falls feststellen, daß die Praxis der Börsenzulassung von Wertpapieren aufgrund eines Prospekts verbesserungsbedürftig ist. Es besteht keine Veranlassung, die Emittenten von öffentlichen Titeln (Bund, Bahn, Post) von der Prospekthaftung auszuklammern ¹. Des weiteren sollte insbesondere die Zulassungsstelle auf dem gleichen Informationsniveau über das zuzulassende Wertpapier stehen wie etwa die Hausbank oder der meist für die Prospektredaktion zuständige Konsortialführer. Denn nur dann kann die Zulassungsstelle ihre vom Gesetz vorgeschriebene Aufgabe voll wahrnehmen und ein denkbare Informationsgefälle könnte sich gar nicht erst negativ zum Schaden von Outsidern auswirken.

V. Fehlende informatorische "Folgepublizität" ²

An anderer Stelle ³ wurde bereits darauf hingewiesen, daß der Prospekt die Situation des Emittenten nur in einem bestimmten Zeitpunkt wiedergibt. Den Interessen des Anlegers ist damit jedoch nicht hinreichend gedient. Er muß sich jederzeit, oder zumindest in relativ kurzen Zeitabständen, ein zuverlässiges und aktuelles Bild über "seine" Gesellschaft machen können. "Der Emittent muß daher das Publikum laufend über die Bonitätsmerkmale des Wertpapiers unterrichten, damit Inhaber wie Interessent jederzeit die sachlichen Grundlagen für ein Geschäft zur Verfügung haben." ⁴

Ob und inwieweit etwa Quartalsberichte den Anforderungen einer kontinuierlichen Information genügen, wurde an anderer Stelle ⁵ diskutiert.

¹ Der Grund für die bisherige Handhabung, nämlich die erstklassige Bonität des Schuldners, könnte in nicht allzu ferne Zukunft bei gleichbleibend expansiver Haushaltspolitik der öffentlichen Hände entfallen.

² Mettler, Marcel: a.a.O., S. 10, 109 ff.

³ Vgl. S. 251 f. dieser Arbeit

⁴ Staudt, Eduard: a.a.O., S. 21

⁵ Vgl. S. 163 ff. dieser Arbeit

F. Verbesserung der Verfahrensordnung bei Verstößen gegen die Insider-Regeln

I. Die wesentlichen Ansätze der Kritik

Die Verfahrensordnung für die Prüfungskommission ist neben den Insiderhandels-Richtlinien und den Händler- und Beraterregeln Bestandteil der Insider-Regeln. Die verbesserte Neufassung vom 1.7.1976 läßt dennoch einige Fragen offen, die in Literatur und Presse häufig herausgestellt werden und die im folgenden erörtert werden sollen. Auf die grundlegende Tatsache, daß das Verfahren nur auf diejenigen Insider anwendbar ist, die die Insider-Regeln anerkannt haben ¹, soll jedoch nicht ausführlich eingegangen werden.

a) Zusammensetzung der Prüfungskommission

Nach dem Wortlaut der Verfahrensordnung wird die Prüfungskommission von den Mitgliedern der Zulassungsstelle gewählt, wobei die zu wählenden Mitglieder - abgesehen vom Vorsitzenden und dessen Stellvertreter - auch der Zulassungsstelle selbst angehören können ².

In der Praxis bedeutet das dann z.B., daß in 1978 von den 10 Mitgliedern der an der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düsseldorf gebildeten Prüfungskommission für Insider-Fragen sechs Personen der Zulassungsstelle und zwei Mitglieder dem Börsenvorstand angehörten.

Aufgrund dieser Kommissionsstruktur erscheint es zumindest "bedenklich, daß Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder eine Tatsachenprüfung über einen beschuldigten Kollegen durchführen können" ³. Auf den Fall Beton und Monierbau AG angewendet, könnte die konkrete Situation folgendermaßen aussehen: der Vorstandsvorsitzende der Westdeutschen Landesbank, die ihrerseits den Prospekt über die Zulassung junger BuM-Aktien

¹ Vgl. S. 63 ff. dieser Arbeit

² Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 528

³ Ballwieser, Wolfgang: Art. Insider-Regeln, in: Gablers kleines Bankenlexikon, 8. Aufl., Wiesbaden 1978, S. 801

als Konsortialführerin mitunterzeichnete, müßte in seiner Eigenschaft als Mitglied der Prüfungskommission für Insider-Fragen gegen seinen eigenen Vorstandskollegen vorgehen: denn letzterer ist zugleich Aufsichtsratsmitglied von BuM¹. Der Interessenkonflikt ist also bereits vorprogrammiert!

b) Voraussetzungen für die Einleitung des Verfahrens

Die Prüfungskommission wird nur tätig aufgrund einer Anzeige, einer Selbstanzeige oder von ihr schlüssig erscheinenden Umständen, die auf einen Verstoß schließen lassen².

Es erscheint fraglich, ob diese Voraussetzungen von einem Outsider überhaupt erfüllt werden können. Eine Anzeige hat detaillierte Angaben über eine oder mehrere bestimmte Personen zu enthalten, sie muß sich auf bestimmte Vorgänge beziehen, sie hat den Zeitpunkt des Verstoßes darzulegen usw. "Allgemeine Darlegungen, etwa unter Bezug auf bestimmte Mitteilungen in der Presse, genügen nicht."³ Daß die Meinungen hierüber auseinandergehen und die Verfahrensordnung insoweit einen zu großen Spielraum läßt, versucht zum Beispiel die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz nachzuweisen. Sie meint in dem besonderen Fall BuM: "Die genannten Vorgänge, die seit fast zehn Monaten durch die Presse bekannt sind ..., dürften ausreichen, damit die Prüfungskommission für die Insiderrichtlinien im Wege der Vorermittlung tätig wird."⁴ In ähnlichem Sinne äußern sich Bruns/Rodrian/Stoeck, die darauf hinweisen, daß die Prüfungskommission nur selten aus eigenem Entschluß tätig werden kann. Als denkbarer Fall wird genannt: "Berichte in der Presse, die in ihrem sachlichen Inhalt einer Anzeige entsprechen, behaupten einen Verstoß."⁵

1 Leistner äußert sich allgemein kritisch zum Prüfungsverfahren: "Wie ein derartiges Verfahren, das geradezu alle Gewähr dafür bietet, daß Verstöße nicht oder nicht hinreichend aufgeklärt werden, das Vertrauen der Anleger gewinnen soll, wird das Geheimnis seiner Schöpfer bleiben müssen." Leistner, Georg: Das Insiderrecht in der Bundesrepublik - Ein Schlag ins Wasser, in: Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, S. 207

2 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 535

3 NN: Insider bei BuM? a.a.O., S. 975

4 Vgl. § 3 Nr.1 Verfahrens-Ordnung (VO)

5 Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: Wertpapier und Börse, a.a.O., Rdn. 438, S. 19. - Der Vorsitzende der Insider-Prüfungskommission bei der Frankfurter Wertpapierbörse berichtete, daß seit Bestehen der Neuregelung (1976) keine einzige Anzeige auf Insider-Mißbräuche eingegangen sei. Vgl. Vorteile freiwilliger Insider-Regelung, a.a.O., S. 2

c) Die Tätigkeit der Prüfungskommission

Negativ ist die Regelung zu bewerten, daß die Prüfungskommission die Tatsachenermittlung nicht selbst durchführt, sondern lediglich eine Art Vorermittlung¹. Die Kommission beschließt zwar darüber, ob eine Prüfung durchgeführt wird², ist aber zu diesem Zweck auf Auskünfte von allen in Betracht kommenden Personen angewiesen. Sollten diese z.B. ihr Kreditinstitut nicht vom Bankgeheimnis befreien, wäre ggf. eine Zivilklage der Prüfungskommission gegen den Auskunftsverweigerer denkbar. In der Literatur wird eine solche Klage jedoch als unzulässig betrachtet.³

In der Regel wird sich die Prüfungskommission mit ihrem Auskunftersuchen - nachdem sie den Betroffenen von den Umständen verständigt hat - an die Gesellschaft oder an das Kreditinstitut des potentiellen Insiders wenden⁴. Diese haben der Kommission auf Verlangen laufend zu berichten, jedoch nur "soweit deren Kenntnis für die Entscheidung der Prüfungskommission von Bedeutung sein kann"⁵. Der Entscheidungsspielraum bei den angefragten Stellen erscheint viel zu weit, da sie eine "Vorprüfungspflicht" und ein "Vorprüfungsrecht" besitzen, "das bei divergierenden Auffassungen die Entscheidungsgrundlage der Prüfungskommission verkürzen kann"⁶.

Damit wird der Kommission ein entscheidender Teil ihrer Ermittlungen aus der Hand genommen. "Es bedarf wohl keines weiteren Nachweises, daß damit die Entscheidung über das Verfahren praktisch in den Händen derjenigen liegt, die die Tatsachen auswählen."⁷

Auch der Interessenkonflikt bei den mit der Untersuchung beauftragten Personen, nämlich inwieweit sie einer anderen Person oder einem anderen Unternehmen mit ihren Feststellungen schaden könnten, tritt offen zu Tage.

1 Vgl. § 3 Nr. 4b VO

2 Vgl. § 4 Nr. 1 VO

3 Vgl. Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 510, 537

4 Wegen weiterer möglicher Adressaten vgl. § 4 Nr. 4a, b VO

5 § 4 Nr. 4d VO

6 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 541. So auch Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: a.a.O., Rdn. 438, S. 22

7 Leistner, Georg: Das Insiderrecht in der Bundesrepublik - ein Schlachtfeld ins Wasser, a.a.O., S. 207

d) Bekanntgabe des Prüfungsergebnisses

Grundsätzlich darf die Kommission das Ergebnis ohne Einwilligung des Betroffenen nicht veröffentlichen ¹.

Ausnahmen ² von dieser Regelung sind nur dann zulässig, wenn ein grober Verstoß gegen die Insiderhandels-Richtlinien oder die Händler- und Berater-Regeln vorliegt, die Folgen erheblich sind und den Betroffenen gravierendes Verschulden trifft.

"Fraglich wird ... sein, wann ein Verstoß mit so erheblichen Folgen oder so schwerwiegendem Verschulden des Betroffenen vorliegt, daß die Prüfungsergebnisse ohne Einwilligung des Betroffenen veröffentlicht werden können. Dies wird nicht zuletzt ein Problem der Übereinstimmung der Mitglieder der Prüfungskommission werden, die einstimmig einen solchen Beschluß zu fassen haben." ³

Sollte der Insider gegen die Veröffentlichung klagen, ist erst nach Abschluß des Verfahrens eine Veröffentlichung möglich. Der Insider könnte sich der Veröffentlichung definitiv dadurch entziehen, indem er die Anerkennung der Insider-Regeln rückgängig macht. In diesem Fall ist die Tätigkeit der Kommission beendet. ⁴

II. Vorschläge für eine effizientere Verfahrensordnung

a) Zusammensetzung der Prüfungskommission

Es erscheint sinnvoll, die Struktur der Kommission zu ändern. Statt mit Mitgliedern des Börsenvorstands und/oder der Zulassungsstelle besetzt, sollten der Kommission in Handelssachen erfahrene Richter ⁵ angehören; daneben der Syndikus der Börse sowie der zuständige Staatskommissar. Auf diese Weise

¹ Vgl. § 5 Nr. 6 VO

² Vgl. § 5 Nr. 7 VO

³ Ballwieser, Wolfgang: Art. Insider-Regeln, a.a.O., S. 801

⁴ Vgl. § 2 Nr. 2 VO

⁵ Die Auswahl der Richter sollte dem Präsidenten des zuständigen Oberlandesgerichts vorbehalten bleiben.

ließe sich auch eine weitgehende Objektivität, Neutralität und Unabhängigkeit unter Vermeidung möglicher Interessenkonflikte erzielen. Das notwendige Fachwissen sollte bei diesem ausgewählten Personenkreis unterstellt werden können, auch wenn die Juristen gelegentlich - zu Recht oder zu Unrecht - hinsichtlich ihres ökonomischen Sachverständnisses einer harten Kritik seitens der Wirtschaftswissenschaftler ausgesetzt sind ¹.

b) Voraussetzungen für die Einleitung des Verfahrens

Grundsätzlich sollte die Ausgangssituation für den Outsider geändert werden: da er - wie gesagt - selten in der Lage sein dürfte, Behauptungen darzulegen, die einen Verstoß der Kommission schlüssig erscheinen lassen, müßte die Beweislast umgekehrt werden. Der oder die bestimmten Personen, gegen die wegen Verstößen Anzeige erfolgt, müssen beweisen, daß sie nicht gegen die Insider-Regeln verstoßen haben. Die Stellung des potentiellen Insiders erhielte durch diese Neuregelung ein anderes Gewicht, ein zusätzlicher Abschreckungseffekt wäre ebenfalls gewonnen.

Auch anonyme Anzeigen sollten zulässig sein; in diesem Fall jedoch nur unter Angabe der erforderlichen Beweise. Denn die Gefahr, jemanden grundlos zu verdächtigen und unter Umständen dessen Existenz zu ruinieren, muß unbedingt ausgeschaltet werden.

Bei dieser Verfahrensweise darf auch nicht verkannt werden, daß sich unter Umständen Anleger finden, die z.B. Kursverluste erlitten haben und diese nun durch ein Insiderverfahren ausgleichen möchten; dieser Anlegerkreis dürfte von vornherein

¹ Vgl. Linhardt, Hanns: Angriff und Abwehr im Kampf um die Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1963, S. 82. Linhardt moniert besonders, daß die Rechtsprechung noch schlechter ist als die bestehenden Gesetze. Er macht sich auch zum Fürsprecher des kleinen Anlegers, indem er provozierend fragt: "Kann der Wertpapierbesitzer als einzelner sein Recht erstreiten? Mit welchen Mitteln, mit welcher Ausdauer und Rechtshilfe müßte er ausgerüstet sein?"

wissen, daß ihre Kursverluste nichts mit Insidergeschäften zu tun haben, sondern dem normalen Auf und Ab der Börse zuzuschreiben sind.

Nur am Rande sei erwähnt, daß z.B. im Strafrecht anonyme Anzeigen wie echte Anzeigen behandelt werden¹. Name und Anschrift des Anzeigenden sind demnach nicht, wie es die bisherige Verfahrensordnung² verlangt, zu den wesentlichen Bestandteilen der Anzeige zu rechnen.

Pressemeldungen sollten einen hohen, jederzeit überprüfbaren Konkretisierungsgrad haben und müßten sich unschwierig beweisen lassen, etwa durch entsprechende Umsatz- und Kursveränderungen des Insiderpapiers. Mutmaßungen, Spekulationen und Verdächtigungen alleine genügen nicht für die Entscheidung, ob ein Verfahren einzuleiten ist.

c) Die Tätigkeit der Prüfungskommission

Der wesentliche Nachteil der Prüfungskommission besteht darin, daß sie in ihren eigenen Ermittlungen weitgehend beschränkt ist. Zu verbessern ist diese Situation prinzipiell nur dann, wenn die Kommission auch personell entsprechend ausgestattet wird, d.h. ihr muß der "notwendige Apparat zur Verfügung"³ gestellt werden⁴. Dann wären auch "systematische Beobachtungen der Börsenkurse (stock watch program)"⁵ möglich, deren Erfordernis außer Zweifel steht. "Untersuchungen von Amts wegen bei bestimmten Umsatz- und Kursveränderungen"⁶ sind bei einer Neuregelung der Verfahrensordnung ebenfalls zu berücksichtigen.

Überhaupt "müsse ein Verfahren gefunden werden, das den Prüfungskommissionen die notwendige Kenntnis über Verdächtigungen in der Öffentlichkeit zu verschaffen in der Lage sei."⁷

1 Vgl. Creifelds, Carl: Rechtswörterbuch, 4. Aufl., München 1976, S. 55

2 Vgl. § 4 Nr. 2a VO

3 NN: Insider bei BuM? a.a.O., S. 795

4 In diesem Sinne auch Schwark, Eberhard: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979, S. 232

5 Hopf, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 118

6 Schwark, Eberhard: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, a.a.O., S. 232 f.

7 NN: Schutzvereinigung fordert Änderung der Insider-Regeln, in: Börsen-Zeitung vom 14.3.1980, S. 2

Ferner ist zu fordern, daß der Kritik, daß nämlich die Regelung hinsichtlich Kompetenz und Funktionsteilung nicht klar abgefaßt ist ¹, entsprochen wird. Die Kommission sollte die eigentliche Untersuchung nicht an die gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft und Kreditinstitute, den Abschlußprüfer oder einen anderen Wirtschaftsprüfer delegieren ² - "die den Insider aus ständigem beruflichen Kontakt kennen" ³ - sondern selbst aktiv ermitteln können. Auf diese Weise ließe sich auch eine eventuelle Befangenheit der angesprochenen Stellen gegenüber den zu prüfenden ⁴ vermeiden; der mit der jetzigen Verfahrensordnung verbundene Interessenkonflikt erschiene gelöst.

Ein Mangel, der im Wesen der freiwilligen Insider-Regelung begründet ist, läßt sich jedoch nicht beseitigen: die jederzeitige Widerrufbarkeit der Anerkennung der Regeln ⁵. In dem Zeitpunkt, in dem ein potentieller oder tatsächlicher Insider seine Anerkennung widerruft, ist die Tätigkeit der Kommission beendet, bereits eingeleitete Ermittlungen müssen eingestellt werden!

d) Bekanntgabe des Prüfungsergebnisses

Die - gegenüber der ersten Regelung - erweiterten Voraussetzungen, unter denen eine Veröffentlichung des Prüfungsergebnisses in Frage kommt, sind immer noch unbefriedigend. Zu Recht wird gefordert, "wenn Insider-Geschäfte als Verstoß gegen Verhaltenspflichten des objektiven Rechts verstanden werden, ist die Publikation der Entscheidung ... geboten" ⁶. Wenn das Ergebnis der Prüfung unter Verschluß bleibt, wäre es

¹ Vgl. Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 382

² Vgl. § 4 Nr. 4a VO

³ Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 118

⁴ Zum Beispiel könnte das Vorstandsmitglied einer Gesellschaft zur Prüfung gegenüber einem leitenden Mitarbeiter aufgefordert werden; andererseits kann es sich bei diesem um einen hochverdienten Kollegen handeln, der für die Gesellschaft praktisch unersetzbar ist. Der Vorstand könnte also unter Umständen die Interessen der Gesellschaft den Interessen einer objektiven Ermittlung voranstellen.

⁵ Vgl. auch die Kritik bei Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 386

⁶ Schwark, Eberhard: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, a.a.O., S. 233

tatsächlich so, daß "dieses Ergebnis den Betreffenden nicht übermäßig (belastet)" ¹, da es gegen seinen Willen in der Regel nicht veröffentlicht werden kann. Die durchaus wünschenswerte moralische Ächtung des Insiders könnte dann nicht erreicht werden. Zu Recht erhebt die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz die Forderung: "Die Informationspolitik der Prüfungskommissionen über die Einleitung und die Ergebnisse der Verfahren müsse verbessert und erweitert werden." ²

Die Effizienz der Kommissionen könnte auch dadurch erhöht werden, "wenn öffentlich bekannt würde, daß sie wegen dieser oder jener Aktien aufgrund des Verdachts eines Verstoßes gegen die Insider-Regeln aktiv sind. Das Wissen, daß die Kommission nicht schläft, könnte zu einer Abschreckungswaffe werden" ³.

Ein weiterer Gesichtspunkt erscheint in diesem Zusammenhang relevant: die Rechtfertigung eines Verdächtigen. "Wie aber soll man sich rechtfertigen, wenn die Kommission nicht tätig wird, oder aber vom Ergebnis nicht öffentlich Kenntnis gibt? Dann bleiben die Vermutungen und Verdächtigungen möglicherweise jahrelang ungeprüft - zum Schaden des Aktienwesens." ⁴

Die Lösung des hier angesprochenen Problems kann nur in Richtung eines öffentlichen Verfahrens gehen. Der Ausschluß der Öffentlichkeit ist aufzugeben, das Publikum in jedem Fall - gleich, ob ein Verstoß bewiesen werden konnte oder nicht - zu informieren. Das Recht des Betroffenen, die Veröffentlichung zu untersagen, ist ersatzlos abzuschaffen.

Neu in die Diskussion eingeführt wurde die Unterscheidung zwischen "konkreter" und "abstrakter" Publizität ⁵ im Zusammenhang mit der Publizität von Insider-Verfahren. Nach Auffassung der Düsseldorfer Börse ist die konkrete, den Betroffenen un-

1 Horn, Norbert: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, a.a.O., S. 383

2 NN: Schutzvereinigung fordert Änderung der Insider-Regeln, a.a.O., S. 2

3 Dertinger, Claus: a.a.O., S. 10

4 NN: Insider bei BuM? a.a.O., S. 975

5 NN: Der Bund überzieht sein Emissions-Standing, in: Börsen-Zeitung vom 14.3.1980, S. 2

mittelbar ansprechende Publizität in der Verfahrensverordnung richtigerweise "eng und abschließend behandelt worden, während man bei der abstrakten Publizität den Wünschen der Öffentlichkeit durchaus entgegenkommen könne" ¹.

e) Ergebnis

Die Qualität der Verfahrensordnung und die Anerkennungsquote für die Insider-Regeln stehen in einem umgekehrt proportionalen Verhältnis zueinander. Je präziser und griffiger die Verfahrensordnung ist, desto geringer wird die Zahl der die Insider-Regeln anerkennenden Gesellschaften sein - und umgekehrt. Allerdings sollte man in seiner Kritik nicht gleich so weit gehen: "Ein Instrumentarium, dessen Anwendungsbereich sich um so stärker verkleinern würde, je sachgerechter der Ausbau wäre, kann nur eine negative Bewertung erfahren." ²

Diese Auffassung würde bedeuten, daß die Verfahrensordnung in ihrer jetzigen Form nicht nur ein völlig untaugliches Mittel ist, sondern auch durch die geschilderten Verbesserungen im Detail nicht effektiver wird. Dieser Standpunkt würde aber das Problem überzeichnen.

G. Lösungsvorschläge durch Anwenden bestehender Regelungen und Instanzen

Im folgenden soll untersucht werden, ob und gegebenenfalls inwieweit bereits bestehende gesetzliche Vorschriften, wie etwa das Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG) und das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) für die Lösung des Insiderproblems herangezogen werden könnten. Zur Diskussion soll auch die Überlegung gestellt werden, ob eine Aufsichtsbehörde wie das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAK) in eine Insider-Regelung sinnvoll miteinbezogen werden kann oder soll. Oder ist gar die Schaffung eines deutschen Aktienamtes zweckmäßig und notwendig?

¹ NN: Der Bund überzieht sein Emissions-Standing, a.a.O., S. 2

² Schwark, Eberhard: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, a.a.O., S. 233

I. Das Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb als Mittel gegen
Insidergeschäfte durch unterschiedlichen Informationsstand

a) Die Verbote des § 17 Abs. 1 und 2 UWG

Das UWG bestraft durch § 17 Abs. 1 den Verrat von Geschäftsgeheimnissen durch Betriebsangehörige ¹ - zu denen auch Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder der Gesellschaft zählen dürften - mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe. Die Bestrafung ist allerdings an zwei Voraussetzungen geknüpft: zum einen müssen die Geschäftsgeheimnisse an betriebsfremde Personen mitgeteilt worden sein ², zum anderen gilt die Vorschrift nur für die Dauer des Dienstverhältnisses des Betriebsangehörigen ³.

Insoweit scheint diese Regelung einen bestimmten Kreis von Insidern abzudecken, denn "Insiderkenntnisse, die für Spekulationszwecke mißbraucht werden können, werden immer den Kriterien dieses Begriffes genügen: sie sind - relativ - unbekannte Tatsachen, derentwegen auch Geheimhaltungswille sowie objektives Geheimhaltungsinteresse des Geschäftsherrn zu bejahen sind" ⁴.

Bei näherer Prüfung der gesetzlichen Vorschriften ergibt sich jedoch, daß das Gesetz auf eventuelle Wettbewerbsnachteile des geschädigten Unternehmers abstellt und nicht die Weitergabe und Ausnutzung von Insiderinformationen im Auge hat. "Die Stellung der Vorschrift im Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb macht deutlich, daß sie jedenfalls primär zur Erreichung wettbewerbsrechtlicher Ziele dient." ⁵

§ 17 Abs. 2 UWG verbietet es, Geschäfts- oder Betriebsgeheimnisse zu verwerten. Bei der Anwendung dieser Vorschriften ist jedoch auf zweierlei zu achten:

1 Der Kreis ist sehr weit zu ziehen, denn "Geheimnisverrat kann (deshalb) jeder Beschäftigte begehen, gleichgültig, ob er hohe oder niedrigere Dienste leistet." Baumbach, Adolf-Hefermehl, Wolfgang: Wettbewerbs- und Warenzeichenrecht, Bd. I, Wettbewerbsrecht, 9. Aufl., München 1965, § 17 Rdnr. 8

2 "... zu Zwecken des Wettbewerbs oder aus Eigennutz oder in der Absicht, dem Inhaber des Geschäftsbetriebs Schaden zuzufügen ...", § 17 Abs. 1 UWG.

3 Hier hilft unter Umständen § 404 AktG weiter.

4 Stebut, Dietrich von: Gesetzliche Vorschriften gegen den Mißbrauch von Insiderinformationen, in: Der Betrieb 1974, S. 613

5 Renner, Volker: a.a.O., S. 166

Betriebsangehörige machen sich nur dann strafbar, wenn sie ihre Informationen durch eine gesetzes- oder sittenwidrige Handlung erlangt haben. Der Ge- und Mißbrauch von Informationen, die aus dem normalen Betriebsalltag stammen und zu denen jeder Angehörige in der Regel Zugang hat, bleibt demnach straffrei. Hier gilt nur das Offenbarungsverbot des § 18 Abs. 1 UWG. "Der Sinn dieser Regelung ist es, die Betriebsangehörigen nicht durch ein Verbot, ihre im Betrieb gewonnenen Kenntnisse zu verwerten, in ihrem weiteren Fortkommen außerhalb des Betriebes unbillig zu behindern." ¹ Zweitens können "Effektentransaktionen x-beliebiger Dritter bestraft werden, sofern sie dabei ein sich selbst oder durch Firmenpersonal unerlaubt verschafftes Insider-Wissen ausnutzen" ².

Das Schwergewicht der Aussage liegt auf dem unredlichen Erwerb des Wissens, also z.B. wenn etwa ein Mitarbeiter der Postversandstelle eines Unternehmens Unterlagen über eine bevorstehende Kapitalerhöhung an Mitglieder des Bankenkonsortiums verschickt und von diesem Inhalt Kenntnis nimmt.

"Dagegen kann nach § 17 Abs. 2 UWG nicht bestraft werden, wer Geheimnisse eines Geschäftsbetriebes, die ihm von Geschäftsfreunden und -partnern unter dem Siegel der Verschwiegenheit mitgeteilt worden sind, zu Spekulationszwecken mißbraucht; hier ist die Kenntnis nicht in ungehöriger Art und Weise erlangt worden." ³

b) Der Schutz des § 17 UWG gegen Insidergeschäfte

Aus dem bisher Gesagten überwiegen bereits die negativen Aspekte bei einer Mißbrauchsregelung von Insidergeschäften. Ein weiterer wesentlicher Gesichtspunkt muß hier noch genannt werden: nach § 22 Abs. 1 UWG erfolgt die Strafverfolgung nur auf Antrag, und zwar "nur auf Antrag des unmittelbar durch die Tat Verletzten ..., d.h. ein Geschädigter aus der breiten

¹ Renner, Volker: a.a.O., S. 167

² Ulsenheimer, Klaus: Zur Strafbarkeit des Mißbrauchs von Insider-Informationen, in: NJW 1975, S. 2003

³ Stebut, Dietrich von a.a.O., S. 615. v. Stebut weist in einer Fußnote noch darauf hin, daß bei einem nachweisbaren Schaden u.U. ein zivilrechtliches Vorgehen in Frage kommen könnte.

Masse des Anlegerpublikums ist nicht antragsberechtigt" ¹. Damit steht und fällt die Effizienz des Gesetzes gegen unlauteren Wettbewerb als Mittel gegen Insider-Geschäfte. Denn "§ 17 UWG erfordert eine entsprechende Entschließung der geschädigten Aktiengesellschaft bzw. des geschädigten Unternehmens, wegen der Schädigung Strafantrag zu stellen ... Jede Strafverfolgung wegen Geheimnisbruchs bringt für das betroffene Unternehmen die Gefahr erheblicher weiterer Schädigungen mit sich" ², so daß in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle Strafanträge unterbleiben dürften. Die Nachteile für die Gesellschaft könnten zum Beispiel in einem Wettbewerbsvorteil für Konkurrenten münden.

II. Das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen zur Ahndung von Insidergeschäften

a) Der Vorschlag von Stebuts

³
Die Gedanken dieses Verfassers wenden sich an diejenigen, die einerseits dem Einsatz strafrechtlicher Maßnahmen ablehnend gegenüberstehen, andererseits aber Wettbewerbsverzerrungen aufgrund von Insiderinformationen nicht tatenlos hinnehmen wollen. Der Autor empfiehlt, "um einen funktionierenden und fairen Wettbewerb ohne ungerechtfertigte Wettbewerbsvorteile Privilegierter zu gewährleisten" ⁴, bestimmte Vorschriften des GWB zu übernehmen und gegebenenfalls auszubauen. Er geht davon aus, daß "die Verwendung von Insiderinformationen zu Spekulationszwecken die mißbräuchliche Ausnutzung eines Informationsmonopols" ⁵ ähnlich wie anderer Machtmißbrauch auch im Wertpapiersektor zu ahnden ist.

Von Stebut hält die Kartellbehörde ⁶ für die geeignete Institution, von Amts wegen Untersuchungen durchzuführen, von den

1 Ulsenheimer, Klaus: a.a.O., S. 2003

2 Stebut, Dietrich von: a.a.O., S. 615. Auch der AK Gesellschaftsrecht beurteilt die Wirksamkeit des UWG negativ, besonders, da die Delikte als Antragsdelikte ausgestattet sind. Vgl. Hueck, Götz: u.a., a.a.O., S. 15 f.

3 Vgl. Stebut, Dietrich von : a.a.O., S. 619

4 Ebenda

5 Ebenda

6 Vgl. § 46 GWB

Unternehmen Auskünfte zu verlangen, geschäftliche Unterlagen einzusehen und zu prüfen, Beweise zu erheben und Verstöße festzustellen. Darüber hinaus schlägt er vor, Insiderinformationsmißbräuche unter den Katalog der Ordnungswidrigkeiten aufzunehmen: diese werden nämlich gemäß § 38 GWB mit beträchtlichen Geldbußen belegt. "Es wäre insgesamt nur folgerichtig, wenn der Gesetzgeber auch den Mißbrauch eines Informationsmonopols, d.h. die Verwendung von Insiderinformationen zu Spekulationszwecken verbieten und unter die ... Ordnungswidrigkeiten aufnehmen würde." ¹

b) Die Kritik an von Stebuts Vorschlag

Zunächst ist positiv zu vermerken, daß hier kein neues Gesetz und der damit verbundene Behördenapparat angestrebt wird, sondern daß auf bereits bestehende Regelungen zurückgegriffen wird. Von einer "gesetzgeberischen Kriminalisierungswelle" ² kann in Zusammenhang mit den hier vorgeschlagenen Maßnahmen nicht gesprochen werden. Das Kartellamt ist seinem Wesen nach mit den Mitteln ausgestattet, seinen Forderungen Nachdruck verleihen zu können, die den Prüfungskommissionen an den Börsen fehlen. Die Effizienz hinsichtlich der Durchführbarkeit und Durchsetzbarkeit geeigneter Maßnahmen wäre also zweifellos gegeben. Überzeugen kann auch der Vorschlag, Insidermißbräuche den Ordnungswidrigkeiten zuzuordnen ³. Die hier vorgesehenen Strafen sollten für Abschreckung sorgen und dazu beitragen, das Problem in den Griff zu bekommen.

Auch die Gegner einer gesetzlichen Insiderregelung sollten für diese Minimallösung zu gewinnen sein, da mit geringem Gesetzesaufwand größtmögliche Wirksamkeit erreicht werden kann.

Der Vorschlag von Stebuts sollte noch dahingehend ergänzt werden, daß auch der einzelne geschädigte Anleger das Kartellamt anrufen und seine Rechte geltend machen kann. Der bloße Hinweis etwa auf den zivilrechtlichen Klageweg genügt nicht.

¹ Stebut, Dietrich von: a.a.O., S. 619

² Hahn, Oswald: Der Interessenkonflikt der kontinentalen europäischen Universalbank, a.a.O., S. 62

³ Bei leichteren Verstößen ohne Wiederholungsgefahr werden auch von Pfisterer Bußgeldbescheide vorgeschlagen. Vgl. Pfisterer, Uwe: a.a.O., S. 131

III. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAK) oder öffentlich-rechtliches Aktienamt als Organ zur Überwachung der Insider-Regelung

Die zur Zeit gültige Regelung sieht keine regelmäßige Überwachung der Wertpapiermärkte vor, es sei denn, es handele sich um Verstöße gegen einschlägige Gesetzesvorschriften, etwa aus dem Bereich des BörsG, KWG, AktG usw.

Die an den Wertpapierbörsen bestehende Prüfungskommission für die Aufklärung von Insiderverstößen wird - wie an anderer Stelle ¹ bereits ausführlich dargestellt - nur bei ganz bestimmten, in der Verfahrensordnung ² spezifizierten Umständen tätig. "Umfassende Untersuchungsbefugnisse sind mit der zivilrechtlichen Konstruktion des Verfahrens nicht zu vereinbaren." ³

Um so wichtiger scheint die Klärung der Frage, ob die Effektivität der Insider-Regeln, und hier insbesondere die Tätigkeit der Prüfungskommission, erhöht werden könnte, wenn das oberste, aufsichtsführende Organ das BAK oder ein neu zu schaffendes Aktienamt ⁴ wären.

a) Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen

Das BAK, zu dessen Aufgaben ⁵ es gehört, "Mißständen im Kreditwesen entgegenzuwirken" ⁶, hat sich in den letzten Jahren als Aufsichtsorgan ⁷ über die Kreditinstitute bewährt.

Da die verbotenen Insidergeschäfte ebenfalls den Mißständen im Bank- und Börsenwesen zuzurechnen sind, läge es durchaus nahe, das BAK mit der Beaufsichtigung über die Wertpapiermärkte im allgemeinen und über vermutete oder vollzogene Insidergeschäfte im besonderen zu betrauen. Diese Behörde ist - im

1 Vgl. S. 98 ff. dieser Arbeit

2 Vgl. § 3 Nr. 1 VO

3 Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 499

4 Hahn bezeichnet diese zusätzliche Kontrollinstanz auch als "Effektenamt". Vgl. Hahn, Oswald: Die Führung des Bankbetriebes, a.a.O., S. 139

5 Vgl. ebenda, S. 24, 26; derselbe: Struktur der Bankwirtschaft, 2. Teil, Rückersdorf 1972, S. 236

6 § 6 Abs. 2 KWG

7 Neben diesem sind daneben noch als überregional zu nennen die Deutsche Bundesbank und das Bundesministerium für Wirtschaft.

Gegensatz zur Prüfungskommission - mit einem wirksamen personellen, finanziellen und organisatorischen Apparat ausgestattet, um effektiv ¹ vorgehen zu können. Die vorgesehenen Bußgeldvorschriften sind einem Ordnungswidrigkeiten-Katalog zugeordnet und ließen sich - ähnlich wie im GWB - auch auf Insiderfälle ausdehnen.

Ein weiterer Vorteil dieser Art von Insider-Regelung würde darin liegen, daß - wie im Fall des GWB - die bestehenden gesetzlichen Vorschriften ² nur modifiziert und erweitert ³ werden müßten, ohne daß eine "strafrechtliche Lösung unter Einschaltung der Staatsanwaltschaft ihre Effektivität, ganz abgesehen vom Kostenaufwand, erst noch erweisen müßte" ⁴.

Ein weiteres spricht für das BAK: "Grundsätzlich überprüfbar wären beispielsweise die der Kundschaft zugeleiteten schriftlichen Berichte und Börseninformationen; die interne Organisation der Effektenberatung; die Betreuung des Effektenberatungspersonals durch ausreichende Einführung in ihre Aufgabe; die Behandlung von Insiderinformationen in der Praxis des Kreditinstituts." ⁵

Besonders Hopt macht sich für das BAK zum "Schutz des allgemeinen Effektenpublikums" ⁶ stark. "Es bietet sich deshalb an, den dringend nötigen Anlegerschutz ⁷ ... durch Rückbesinnung auf die Aufgaben und Befugnisse bereits bestehender Aufsichtsbehörden zu betreiben." ⁸

1 Vgl. z.B. die Vorschriften des § 44 KWG über Auskünfte und Prüfungen bei den Kreditinstituten oder die des § 46 über Maßnahmen bei Gefahr.

2 Vgl. z.B. § 30 KWG (Depotprüfung)

3 So auch Schwark, Eberhard: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, a.a.O., S. 392

4 Derselbe: Börsengesetz, a.a.O., S. 499

5 Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 535

6 Ebenda, S. 531

7 Hopt versteht in diesem Zusammenhang unter Anlegerschutz weitgespannt die "Betreuung des Anlegers bei Wahl und Verwaltung seiner Anlage". Hierzu kann zweifellos auch der Schutz von unerwünschten Insidern gerechnet werden. Vgl. Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, a.a.O., S. 14

8 Ebenda, S. 530. Zuletzt auch in: Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? Gutachten G zum 51. Deutschen Juristentag, München 1976, S. 127 ff. Hier befaßt sich Hopt namentlich mit Abschreibungsgesellschaften und geschlossenen Immobilienfonds; seine diesbezüglichen Ausführungen sind aber auch für die Insiderproblematik von grundsätzlicher Bedeutung.

Das BAK kann kraft seines Amtes und gestützt auf das KWG rasch "auf immer neu auftauchende Gefahrenquellen" ¹ reagieren, wie z.B. ausländische Aktien, DM-Auslandsanleihen, Börseninformationsdienste, freie Anlageberater usw.

Einschränkend bleibt jedoch zu bemerken, daß das BAK ausschließlich für Kreditinstitute zuständig ist. Insiderfälle kommen jedoch erfahrungsgemäß weit häufiger bei Nicht-Banken vor, wobei die Häufigkeit der Fälle nicht auf eine bestimmte Branche beschränkt ist.

b) Das öffentlich-rechtliche Aktienamt

1. Der Vorschlag von Schwark

Zur Erfassung und Überwachung der Nicht-Banken wurde der Vorschlag ² gemacht und weiterentwickelt ³, ein staatliches Aktienamt ⁴ zu installieren, das folgende Vorteile bieten ⁵ würde:

- Schaffung einer Vertrauensbasis für den Kleinanleger
- Schutz gegenüber den Interessen der Großanleger
- Voraussetzung für eine effektive Vermögensbildungspolitik zugunsten breiter Anlegerkreise
- Verhinderung von Insidergeschäften
- Verstärkte Einflußnahme auf die parallele Aussetzung von Kursen an den Börsen, etwa bei Aufkommen von kursrelevanten Gerüchten und wichtigen Unternehmensnachrichten.

Insbesondere gilt es - und das trifft sowohl für diesen als auch für die folgenden Vorschläge zu - das Interesse und das Vertrauen des Kleinanlegers in die Aktienanlage wieder zu wecken und zu stärken. Wie dem neuesten Jahresbericht der Frankfurter Wertpapierbörse ⁶ zu entnehmen ist, und am Bei-

¹ Hopt, Klaus: Der Kapitalanlegerschutz ..., a.a.O., S. 531

² Vgl. insbesondere Richter, Martin: Die Sicherung der aktienrechtlichen Publizität durch ein Aktienamt, Köln 1975

³ Vgl. Schwark, Eberhard: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, a.a.O., S. 391 ff. Schwark nennt das Amt "Wertpapieramt".

⁴ Hier dürfte die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde SEC zumindest bei einigen Gedanken Pate gestanden haben.

⁵ Vgl. Schwark, Eberhard: Anlegerschutz..., a.a.O., S. 391 ff.

⁶ Vgl. NN: Jahresbericht 1979 Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt 1980, S. 32

spiel der Aktionärsstruktur von BASF und Hoechst nachgewiesen wird, sinkt der Anteil der kleinen und mittleren Aktionäre neuerdings, die Quote der institutionellen Anleger steigt andererseits stetig.

2. Der Vorschlag von Pfisterer

Pfisterer empfiehlt alternativ zum gleichen Zweck, jedoch mit engerer Zielrichtung, die Errichtung einer Aufsichtsbehörde für den Wertpapierhandel, deren Tätigkeit sich auf drei Bereiche erstrecken müßte:

- "Aufdeckung mißbräuchlicher Verhaltensweisen von Insidern" ¹
(v.a. laufende eigene (!) Ermittlungen der Behörde);
"Untersuchungen im Falle begründeter Verdachtsmomente" ¹
(Hearings unter Eid, Mithilfepflicht des Betroffenen, Auskunftserteilung durch Banken)
- "Sanktionen und Maßnahmen" ¹ (Zivilklage, einstweilige Verfügung auf Unterlassung weiterer Wertpapiertransaktionen durch bestimmte Personenkreise, Aussetzung der Notierung).

3. Der Vorschlag von Hans-Joachim Mertens

Ein dritter Vorschlag, der der Auffassung von Pfisterer näherkommt als den eigentlichen Verfechtern eines Aktienamtes, stammt von Mertens. Dieser - vehementer Gegner eines deutschen SEC - empfiehlt die Schaffung einer Kapitalmarktkommission ², die nicht den "Gefahren bürokratischer Verengung der Perspektive, des Verwaltungsbalkanismus und der zyklischen Erstarrung" ³ unterliegt. Die Aufgaben der Kommission liegen u.a. auf fol-

¹ Pfisterer, Uwe: a.a.O., S. 129 ff.

² Vgl. Mertens, Hans Joachim: Plädoyer für eine Kapitalmarktkommission, in: Börsen-Zeitung vom 23.9.1976, S. 4. Diese Kapitalmarkt-Kommission sollte nach Art der Monopolkommission zusammengesetzt sein und könnte mit einem kleinen Verwaltungsapparat auskommen.

³ Ebenda, S. 4

genden Gebieten ¹:

- Beobachtung des Kapitalmarktes auf drohende Mißstände
- Untersuchung von Vorgängen auf dem Kapitalmarkt, die auf einen größeren Kreis von Anlegern betreffende Mißstände hindeuten
- Kontrolle solcher Transaktionen, die aus dem üblichen Rahmen fallen, aber nur vereinzelt vorkommen, wie z.B. take over bids.

Mertens will die Bedeutung seiner vorgeschlagenen Kommission in der "Rolle eines Frühwarnindikators" sehen. Und er erinnert dabei an den Fall des den deutschen Anlegern hohen Schaden zugefügten IOS-Konzerns, bei dem sich die führenden Mitarbeiter rechtzeitig aufgrund Insiderinformationen absetzen konnten. "Keine staatliche Stelle hat den deutschen Anleger vor IOS bewahrt - und vielleicht konnte es keine, ohne ihre Zuständigkeit zu überschreiten oder eine Haftung zu riskieren." ²

c) Zusammenfassung

Die ersten drei Diskussionsbeiträge - nämlich UWG, GWB und BAK - zeichnen sich insbesondere dadurch aus, daß sie auf bereits bestehende Gesetze und Institutionen zurückgreifen, um zu versuchen, Effizienzmängel der bestehenden Insiderregelung zu beseitigen. Anders hingegen die Vorschläge von Schwark, Pfisterer und Mertens: diese beabsichtigen im Prinzip, einen neuen Behördenapparat zu installieren, ohne jedoch geeignete Überlegungen hinsichtlich der möglichen Kosten angestellt zu haben.

Es fällt auf, daß bei keinem der genannten Lösungsvorschläge eine Nutzen-Kosten-Analyse mitgeliefert wurde, die veranschaulichen würde, welche Kosten derartige Maßnahmen und Einrichtungen verursachen würden. Inwieweit würden die Kosten von einem Erfolg kompensiert werden?

Die Entscheidung sollte für diejenigen Alternativen ausfallen,

¹ Mertens, Hans Joachim: a.a.O., S. 4

² Ebenda. Mertens meint abschließend, man solle "die hier skizzierte Kommissionslösung zunächst erproben, ehe man das Heil in einer umfassenden fachbehördlichen Staatsaufsicht sucht".

die bei minimalen Sach- und Personalkosten die größtmögliche Effizienz erbringen und die sich in unsere rechtsstaatliche Ordnung einfügen lassen ¹. Auch die im Anschluß zu diskutierenden EG-Lösungen sollten auf diese Kriterien hin überprüft werden.

H. Vorschläge für eine europäische Insider-Regelung

I. Der Richtlinienentwurf für ein Statut einer Europäischen Aktiengesellschaft, insbesondere Artikel 82 ²

Die Anfänge eines europäischen Lösungsvorschlags reichen bis in das Jahr 1970 und weiter zurück ². Aus dieser Zeit stammt der "Vorschlag einer Verordnung des Rates über das Statut für europäische Aktiengesellschaften" ³, dessen hier interessierender Art. 82 inhaltlich teilweise auf frühere amerikanische, britische und französische Regelungen zurückgreift.

Um es gleich vorwegzunehmen: die Gültigkeit der angestrebten Regelung ist in sachlicher und zeitlicher Hinsicht eingeschränkt:

- Die Vorschriften gelten nur für die "societas europeae" (S.E.), damit ist der "Einzugsbereich auf die wenigen bedeutenden, die Grenzen überschreitenden Unternehmen zugeschnitten, die im Fall der Fusion, bei Errichtung einer Holding und bei Gründung einer eigenen oder gemeinsamen Tochtergesellschaft an die Rechtsform der S.E. denken" ⁴.
- Der Vorschlag stammt zwar von 1970, ist aber bis heute noch nicht in Kraft getreten, und niemand vermag gegenwärtig zu sagen, wann dies - bei den widerstreitenden Interessen innerhalb der EG - der Fall sein wird.

¹ Vgl. Claussen, Carsten Peter: Sind die Rechnungslegungsvorschriften des AktG 1965 gelungen - oder brauchen wir ein staatliches Aktienamt? In: Die Aktiengesellschaft 1979, S. 188

² Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Vorschlag eines Statuts für Europäische Aktiengesellschaften, 1970, Art. 82

³ Zur Geschichte eines europäischen Insiderrechts vgl. v.a. Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 2 und die dort angegebenen Quellen.

⁴ Ebenda, S. 140

a) Die Insider-Personen

Vorab sei bemerkt, daß im hier diskutierten Art. 82 niemals das Wort "Insider" genannt wird; vielmehr nennt der Entwurf die Personen, denen gewisse Pflichten auferlegt werden, nämlich die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat, und erweitert dann diesen Kreis um diejenigen Personen, die für die Kontrolle des Rechnungswesens verantwortlich sind (gemeint sind wohl die Abschlußprüfer) und um Aktionäre mit mehr als 10 % Aktienbesitz.

Neben diesem an und für sich naheliegenden Kreis von Insidern zählen noch dazu

- Ehegatten
- minderjährige Kinder der o.g. Personen
- Strohänner.

b) Die Insider-Papiere

Zu den Insider-Papieren zählen ausschließlich die börsennotierten Aktien der S.E. Damit ist der Geltungsbereich des Entwurfes - wie bereits erwähnt - stark eingeengt.

Daneben werden nämlich weder festverzinsliche Wertpapiere noch Bezugsrechte oder Gewinnobligationen, auch wenn sie von der S.E. emittiert wurden, als Insiderpapiere anerkannt. Die Verwertung von Insiderwissen ist demnach bei diesen Papieren straffrei.

Beachtenswert sind zwei weitere wesentliche Mängel:

- Papiere, die nur im unregelmäßigten Freiverkehr gehandelt werden, bleiben von der Regelung unberührt
- Nachdem im Entwurf nur von börsennotierten Aktien die Rede ist, besagt dies doch nichts anderes, als daß Insidergeschäfte in eben diesen Aktien vom Zeitpunkt der Emission bis zur Börseneinführung zulässig sind.¹

¹ Vgl. Hopt, Klaus J./Willm Michael R.: a.a.O., S. 142

c) Die Insider-Pflichten

1. Europäisches Handelsregister als Mittel der Publizität

Jeder Insider ist verpflichtet, "alle Aktien der S.E. ... innerhalb einer Frist von 20 Tagen nach Erwerb entweder in Namensaktien umwandeln zu lassen oder bei einer Bank zu hinterlegen" ¹.

Sodann sind "unverzüglich" die Aktien dem europäischen Handelsregister zur Eintragung mitzuteilen. Etwa alle vier Monate ² sind sämtliche Käufe und Verkäufe, die im zurückliegenden Trimester in den o.g. Aktien getätigt wurden, ebenfalls an das europäische Handelsregister zwecks Eintragung zu melden. Dieses führt für jeden der oben beschriebenen Insider eine Liste über Eigentum und Umsätze in den Aktien. Dieses Verzeichnis ist öffentlich und kann von jedermann - ohne Berechtigungsnachweis, gegen eine geringe Gebühr - eingesehen werden ³.

Die Kritik entzündet sich an dem bürokratischen Meldewesen. "Einfacher wäre es, könnten die Transaktionsmeldungen bei der Gesellschaft selbst ... oder bei den nationalen Börsen eingesehen werden. Man müßte demnach erwägen, ob nicht neben dem europäischen Handelsregister oder an seine Stelle nach englischem Vorbild bei den einzelnen Gesellschaften Insiderregister geführt werden sollten." ⁴

2. Gewinnabführungspflicht

Alle Gewinne, die von Insidern innerhalb von sechs Monaten zwischen Kauf und Wiederverkauf ⁵ bei Aktien realisiert werden, sind "von Rechts wegen durch die S.E. erworben worden.

¹ Art. 82 Abs. 1

² "... innerhalb einer Frist von 15 Tagen nach Beendigung jedes Trimesters eines Rechnungsjahres ...", Art. 82 Abs. 3

³ Vgl. Art. 82 Abs. 4 Satz 2: "Jeder Interessent kann von diesen im Register enthaltenen Angaben ... Abschrift erhalten." Vgl. hierzu auch die britische und amerikanische Regelung.

⁴ Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 144

⁵ Und umgekehrt

Der entsprechende Betrag muß innerhalb von acht Tagen nach Abwicklung des Rechtsgeschäfts, das zu dem Gewinn geführt hat, an die S.E. abgeführt werden." ¹ Dabei spielt es grundsätzlich keine Rolle, ob die Gewinne auf Insiderinformationen beruhen.

Die knappe Frist von 15 Tagen ist vermutlich deswegen gewählt worden, um zum einen "kurzfristige Spekulationsgeschäfte der genannten Personen überhaupt zu unterbinden" ², zum anderen, um "auch jedes Besitzgefühl" ³ auszuschalten.

Die Mängel dieser Gewinnabführungspflicht sind offenkundig und zahlreich. Folgende Feststellungen und Fragen drängen sich zwangsläufig auf:

- Der Gewinnbegriff ist nirgends definiert
- Zählen hierzu auch vermiedene Verluste?
- Gilt für die Gewinnermittlung das "lifo"-Verfahren oder gar die "liho" ⁴-Berechnung?
- Warum können Insider-Gewinne außerhalb der 6-Monats-Frist anstandslos vereinnahmt werden? ⁵
- Weswegen erhält die möglicherweise überhaupt nicht geschädigte AG den Insidergewinn?
- Welche Ansprüche hat der geschädigte Aktionär, wie kann er diese geltend machen, und wer trägt die Kosten im Falle des Unterliegens?

d) Die Durchsetzbarkeit

Die Durchsetzbarkeit von Maßnahmen muß durch Überprüfung gewährleistet und durch Sanktionen geregelt sein. Beides fehlt in dem Entwurf. Es wurde keine Möglichkeit geschaffen, über die Einhaltung der Vorschriften in geeigneter Weise zu wachen. Allerdings sind die EG-Mitgliedsstaaten aufgefordert worden, in ihren Ländern einschlägige Bestimmungen zu erlassen und

1 Art. 82 Abs. 5

2 Renner, Volker: a.a.O., S. 176

3 Bruns, Heiko: a.a.O., S. 155

4 "lowest price in - highest price out - innerhalb von 6 Monaten", vgl. hierzu das Rechenbeispiel bei Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 145

5 Kritisch auch Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: a.a.O., S. 59

denjenigen zu bestrafen, der "es vorsätzlich unterläßt, die Förmlichkeiten zu erfüllen, die Abänderungen zu veranlassen oder die Erklärung abzugeben, die ihm nach Art. 82 des Statuts obliegen" ¹.

e) Würdigung des Entwurfs

Die wesentliche Bedeutung des Art. 82 dürfte darin liegen, "auf das Problem aufmerksam zu machen und Grundsätze zur Diskussion zu stellen, nach denen das europäische Insiderrecht konzipiert werden könnte" ².

Zur Verbesserung der gegenwärtig gültigen Insider-Regelung enthält der Entwurf einige grundsätzliche Aspekte, die diskussionswürdig erscheinen.

Bei der Beschreibung des Insiders wird erstmals auf das Problem des Strohmanns ("vorgeschobene Person") aufmerksam gemacht. Dieser wird, ohne daß er jedoch näher definiert wird, dem Insider gleichgestellt. Der Strohmann tritt zwar nach außen in eigenem Namen, in Wirklichkeit aber im Interesse seines Auftraggebers auf. Es ist häufig schwierig, Geschäfte mittels eines Strohmannes von echten Treuhandverträgen, wie sie in der Praxis der Kreditinstitute häufig der Fall sind, zu unterscheiden. Geschäfte mit Hilfe von Stroh Männern dürften in aller Regel rechts- und gesetzeswidrig sein.

Die Einführung eines besonderen Handelsregisters zwecks Registrierung von Käufen und Verkäufen erinnert an die britische Lösung ³, mit dem Unterschied, daß bei dieser das Register bei der jeweiligen Gesellschaft zu führen ist. Da sich die britische Regelung allem Anschein nach bewährt hat, sollte eine gesellschaftsbezogene Registrierung der Insidergeschäfte auch in Deutschland erwogen werden.

1 Art. 282, 283 i.V.m. Ziff. CIII des Anhanges zur Verordnung des Rates über das Statut für europäische Aktiengesellschaften

2 Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: a.a.O., S. 141

3 Vgl. section 195 Companies Act 1948, ferner S. 37 dieser Arbeit

Für die gegenwärtige Praxis dürfte der Richtlinienentwurf ohne Bedeutung sein, da er - wie oben bereits ausgeführt - nur für die S.E. Gültigkeit haben soll und sein Inkrafttreten noch völlig im Ungewissen liegt.

II. Europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen - eine EG-Kommissions-Empfehlung

Am 25.7.1977 veröffentlichte die EG-Kommission Wohlverhaltensregeln für Börsengeschäfte ¹, die als "Gemeinplätze und Plati-tüden bei aufgeblähter Verwaltungsarbeit" ² apostrophiert wurden.

Die entsprechende, modifizierte Fassung des Bundesministeriums der Finanzen wurde am 12.6.1979 publiziert ³.

Nach einer Analyse von Ziel, Begriff und Prinzipien - besonders hinsichtlich der Insiderregelung - der Wohlverhaltensregeln (hier wird die deutsche Fassung zugrunde gelegt) soll geprüft werden, ob das harte Urteil zu Recht besteht.

a) Ziel

Das Ziel der Regeln ist sehr allgemein formuliert: Sie sollen "auf europäischer Ebene die Regeln für ein loyales Verhalten aufstellen, die zum wirksamen Funktionieren der Wertpapiermärkte beitragen und die einen angemessenen Schutz der Interessen des Publikums gewährleisten" ⁴.

b) Begriff

Im Rahmen der Wohlverhaltensregeln sind bestimmte Begriffsabgrenzungen ⁵ erforderlich. In diesem Sinne werden verstan-

1 Vgl. Empfehlung der Kommission vom 25. Juli 1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, in: ABl. Nr. L 212 vom 20.8.1977

2 Leckebusch, Klaus: Die EG-Beamten haben kein klares Konzept für neue Börsenregeln, in: Handelsblatt vom 25./26.6.1977, S. 6 f.

3 Vgl. Europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, Empfehlung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften vom 25. Juli 1977 in der vom Bundesministerium der Finanzen weitergegebenen Fassung vom 12. Juni 1979 (Zitierweise: Europäische Wohlverhaltensregeln)

4 Europäische Wohlverhaltensregeln, S. 1

5 Ebenda, S. 2

den unter

- Wertpapieren: alle auf einem organisierten Markt gehandelten Papiere oder wenn deren Einführung bevorsteht
- Wertpapiermärkten: die amtliche Notierung und der geregelte sowie auch der unregelmäßige Freiverkehr; der Ausdruck "Markt" bezieht sich hingegen nicht auf den unregelmäßigen Freiverkehr.

Es fällt auf, daß im Gegensatz zum oben diskutierten Richtlinienentwurf der EG auch der Zeitraum zwischen der Emission und der Börseneinführung miteingefasst wird. Ebenfalls gelungen erscheint die Formulierung "alle Papiere", d.h. hiermit sind wohl sämtliche Effektenarten gemeint mit Ausnahme derjenigen, die börsenmäßig nicht gehandelt werden.

Die begriffliche Differenzierung der Märkte wirkt sich, wie noch zu zeigen sein wird, zu Ungunsten der angestrebten Insider-Regelung aus.

c) Prinzipien

1. Allgemeine Prinzipien

Die allgemeinen Grundsätze ¹ beinhalten einen Appell an die Einhaltung der Rechtsvorschriften nicht nur dem Buchstaben, sondern auch dem Geist nach ²; sie fordern, daß das Publikum "zuverlässige, zutreffende, klare, ausreichende und rechtzeitig verbreitete Informationen" ³ erhält.

Alle Wertpapierbesitzer sind von der Gesellschaft gleich zu behandeln ⁴, alle Organmitglieder haben alles zu unterlassen, was den Markt der Wertpapiere ihrer Gesellschaft oder die Aktionäre schädigen könnte ⁵.

Diejenigen, die sich berufsmäßig mit dem Wertpapierhandel befassen, haben sich - auch unter Inkaufnahme von finanziellen Einbußen - an die Regeln zu halten ⁶, das gleiche gilt für Kreditinstitute und hier denkbare Interessenkonflikte ⁷.

1 Europäische Wohlverhaltensregeln, S. 2

2 Ebenda, Grundsatz 1, S. 2

3 Ebenda, Grundsatz 2, S. 2

4 Vgl. ebenda, Grundsatz 3, S. 3

5 Vgl. ebenda, Grundsatz 4, S. 3

6 Vgl. ebenda, Grundsatz 5, S. 3

7 Vgl. ebenda, Grundsatz 6, S. 3

2. Ergänzende Prinzipien

Hier sollen nur diejenigen Grundsätze skizziert werden, die sich speziell mit dem Insiderproblem befassen.

Der wesentliche Grundsatz über Insider-Informationen lautet folgendermaßen:

"Personen, die aufgrund ihres Berufes oder ihrer Tätigkeit (Insider) über eine nichtveröffentlichte Information verfügen, die sich auf die Gesellschaft, auf den Markt für ihre Wertpapiere oder auf jeglichen, den Markt im allgemeinen betreffenden Vorgang bezieht und die, würde sie veröffentlicht, den Kurs eines oder mehrerer Wertpapiere erheblich beeinflussen könnte (Insider-Informationen), sehen davon ab, unmittelbar oder mittelbar jegliche Transaktion vorzunehmen, bei der diese Information verwertet wird, und sie Dritten mitzuteilen, damit diese sie benutzen können, bevor sie veröffentlicht wird." ¹

Dieser etwas weitschweifige Grundsatz betrifft nur den "Markt", d.h. ausschließlich die Papiere des amtlichen Marktes und des geregelten Freiverkehrs.

Vervollständigt wird dieser Grundsatz noch durch die Forderung, daß weder Organmitglieder noch Bankangehörige noch Journalisten Personen dahingehend beeinflussen dürfen, Geschäfte vorzunehmen, die gegen die Insider-Regeln verstoßen ².

Die Kreditinstitute ³ sind aufgefordert, Insider-Informationen geheim zu halten und nicht in eigene oder Kunden-Geschäfte oder -Empfehlungen einfließen zu lassen ⁴.

An die Gesellschaften wird appelliert, jeden wichtigen Sachverhalt oder Beschluß, der nennenswerten Einfluß auf den Wertpapierkurs haben kann, unverzüglich zu veröffentlichen ⁵. Sollte dies aus formellen oder rechtlichen Gründen nicht möglich sein, ist die Aussetzung des Handels in dem betreffenden Papier zu veranlassen ⁶.

1 Europäische Wohlverhaltensregeln, Grundsatz 9, S. 5 f.

2 Vgl. ebenda, Grundsatz 3b, S. 4

3 In den Regeln ist die Rede von "Finanzmittlern", wozu Kreditinstitute, Makler usw. zählen. Vgl. Europäische Wohlverhaltensregeln, S. 2

4 Vgl. ebenda, Grundsatz 8, S. 5

5 Vgl. ebenda, Grundsatz 12, S. 6

6 Vgl. ebenda, Grundsatz 13, S. 6

d) Kritik

Die Wohlverhaltensregeln, bei denen es sich um eine unverbindliche Empfehlung¹ handelt, bestehen überwiegend aus Appellen und aus mehr oder weniger moralischen Vorhaltungen. Obwohl die Vorstände der deutschen Wertpapierbörsen vom Finanzministerium gebeten werden, "die Aufgabe einer Kontrolle der Wohlverhaltensregeln auf nationaler Ebene zu übernehmen"², ist nicht zu erkennen, wie diese Kontrolle durchsetzbar ist; jedes EG-Land handhabt diese unterschiedlich. Sanktionen sind in den Regeln überhaupt nicht enthalten!

Zu den wenigen positiven Gesichtspunkten gehört, daß der Kreis der Insider sehr weit gefaßt wird; selbst die oft zitierten Beispiele der Putzfrau oder des Taxifahrers, die zufällig etwas erfahren, was kursbeeinflussend sein könnte, gelten als Insider.

Besonders mißlich hingegen ist die Tatsache, daß weder Kontrollen noch irgendwelche Sanktionen, etwa in Form von Gewinnabführung, Schadensersatz, Veröffentlichung eines Insiderregisters o.ä. vorgesehen sind.

Damit steht und fällt aber der überwiegende Teil einer wirk-samen Insider-Regelung.

Den Empfehlungen fehlt es entschieden an Praxisnähe, sie be-schränken sich auf und wiederholen zu sehr allgemein längst Bekanntes und Selbstverständliches, sie sind in dieser Form geradezu überflüssig!³

Zu Recht kann man sich also der bereits oben erwähnten Kritik anschließen, in der es abschließend über die "dissonanten" Wohlverhaltensregeln heißt: "Um sich echt mitärgern zu kön-nen, muß der Leser sich vergegenwärtigen, daß zur 'Beratung' derartiger Platitüden und Gemeinplätze Beamte und Sachver-ständige aus allen EG-Staaten ... sehr oft und mehrtägig in Brüssel zusammentreten."⁴

1 Über die rechtliche Bedeutung der Kommissionsempfehlung vgl. Empfehlung der Kommission vom 25. Juli 1977 betreffend euro-päische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, a.a.O., Nr. L 212/38

2 NN: Ein Ehrenkodex fürs Effektingeschäft, in: Börsen-Zeitung vom 23.6.1979, S. 5

3 In diesem Sinne auch Oppenheim, Alfred von: Harmonisierung des Börsenrechts, in: Die Bank 1979, S. 420

4 Leckebusch, Klaus: Die EG-Beamten haben kein klares Konzept für neue Börsenregeln, a.a.O., S. 7

5. Abschnitt: ERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG

Im Rahmen dieser Arbeit wurde versucht zu zeigen, ob und inwieweit Insider-Regeln im Wertpapiergeschäft einen wirk-samen Schutz vor unlauteren Insidergeschäften bieten.

A. Der absolute Schutz vor Insidern

Es zeigt sich, auch unter vergleichender Betrachtung aus-ländischer Regelungen, daß ein völliger Schutz unmöglich ist. Die von den Verfechtern einer gesetzlichen Lösung vor-gebrachten Argumente - Abschreckung, Vorbeugung, Überwachung, Sühne, Unrechtsbewußtsein usw. - scheinen nur das Problem zu lösen. Auch "eine verwaltungsmäßige oder strafrechtliche Lö-sung unter Einschaltung der Staatsanwaltschaft (müßte) ihre Effektivität, ganz abgesehen vom Kostenaufwand, erst noch erweisen" ¹. Wären die ausländischen Maßnahmen nämlich vor-bildlich im Sinne einer vollständigen Sicherung vor Insi-dern, so wäre das Insiderproblem in der Bundesrepublik Deutsch-land mit Sicherheit befriedigend geklärt worden: Der Gesetz-geber hätte, wie auf manchen anderen Rechtsgebieten bereits geschehen, wohl kaum der Versuchung widerstanden, diese Re-gelungen ganz oder schrittweise zu übernehmen, mehr oder weniger auf deutsche Verhältnisse abgewandelt. Daß er dies aus gutem Grunde nicht tat, weist auf die noch ungeklärte Schwierigkeit einer optimalen Lösung hin. Befürworter von freiwilligen Regelungen einerseits und gesetzlichen Maßnah-men andererseits scheinen gegenwärtig nicht kompromißbereit, nämlich zu einer umfassenden Lösung gemeinsam zu gelangen.

¹ Schwark, Eberhard: Börsengesetz, a.a.O., S. 499

B. Würdigung der gegenwärtigen Situation in der Bundes- republik Deutschland

Die Darstellung und Kritik an den Insiderregeln von 1970 sowie die Diskussion der verbesserten Regelung von 1976 zeigen, daß es äußerst schwierig ist, eine in jeder Richtung überzeugende Lösung zu finden.

In der Presse immer wieder geäußerte Verdachtsmomente über Insiderfälle sowie die aus dem Fall Thyssen/Rheinstahl gewonnenen Erfahrungen führten zu dem Ergebnis, die Insiderregeln nicht nur verfahrensmäßig, sondern auch materiell zu verbessern. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang besonders:

- Das Einbeziehen von Großaktionären (ab 25 % Aktienkapital) in den Kreis der Insider.
- Kreditinstitute und deren Mitarbeiter sind Insider, soweit sie nach Maßgabe der Insiderhandels-Richtlinien Kenntnis von Insiderinformationen erlangen.
- Der Katalog der Insiderpapiere ist um Genußrechte, Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen, Optionsscheine und Bezugsrechte erweitert worden. Dabei ist es unerheblich, ob diese Wertpapiere amtlich notiert werden oder nur in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind.
- Das Vorliegen des dringenden Verdachts eines Verstoßes gegen die Insiderhandels-Richtlinien genügt, daß die Prüfungskommission von sich aus Vorermittlungen einleiten kann.
- Unternehmensfremde Wirtschaftsprüfer können mit Ermittlungen betraut werden.
- Die Prüfungskommission kann von den Prüfern jederzeit Zwischenberichte verlangen.
- Die Veröffentlichung des Prüfungsergebnisses ist in Ausnahmefällen auch ohne Einwilligung des Betroffenen zulässig.

Seit der Reform der Insiderregelung im Jahre 1976 wurden die Insider-Prüfungskommissionen im gesamten Bundesgebiet vierzehnmal aktiv, davon achtmal an der größten deutschen

Börse, nämlich in Frankfurt ¹. Ein Verstoß gegen die Insiderregeln konnte in keinem einzigen Fall festgestellt werden. Insoweit liegt der Schluß nahe, daß die Insiderregelung sich in ihrer geltenden Form bewährt hat. Einschränkung sollte jedoch nicht übersehen werden, daß es möglicherweise eine nicht näher bekannte Dunkelziffer nicht untersuchter Fälle gibt, die eine Weiterentwicklung der bestehenden Insiderregeln erfordern.

C. Abschließende Bewertung und Rangordnung der einzelnen Verbesserungsvorschläge

Im Rahmen dieser Arbeit wurden Vorschläge zum wirksamen Ausbau der freiwilligen Insider-Regelung vorgelegt. Einige Anregungen scheinen leicht und schnell in die Praxis umsetzbar, andere wiederum sind nur allmählich realisierbar, manche vielleicht undurchführbar. Bringt man die einzelnen Vorschläge aus Gründen der Übersichtlichkeit nach ihrer Bedeutung und nach den Verwirklichungschancen in eine Rangfolge, so könnte diese - ohne Anspruch auf Vollständigkeit - etwa so aussehen: ²

1. Kennzeichnung der die Insider-Regeln anerkennenden AG in der Presse
2. Einsatz bestehender Institutionen (BAK)
3. Verbesserung der Verfahrensordnung
4. Einbeziehen ehemaliger Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, sofern noch beratend tätig
5. Einbeziehen eventuell vorhandener Beiräte
6. Einbeziehen der Analysten
7. Einbeziehen von Unternehmens- und Steuerberatern, Rechtsanwälten, Notaren und deren Mitarbeitern
8. Einbeziehen von Wirtschaftsprüfern

1 Vgl. NN: Vorteile freiwilliger Insider-Regelung, a.a.O., S. 2

2 Der am schnellsten und einfachsten realisierbare Vorschlag wird zuerst genannt; die Möglichkeit der Einführung nimmt dann mit fortschreitender Rangfolge ab.

9. Einbeziehen der Ehegatten und Kinder der in 4. - 8. genannten Personen
10. Erweiterung der Insiderpapiere, besonders auf festverzinsliche Wertpapiere
11. Verbesserung der Börsenzulassungsbestimmungen
12. Ausdehnung auf ungeregelten Freiverkehr
13. Präzisierung der Insiderinformationen
14. Einbeziehen der Kursmakler und ihrer Stellvertreter
15. Einbeziehen sämtlicher Mitarbeiter von Kreditinstituten
16. Schaffung eines Öffentlich-rechtlichen Aktienamtes als Organ zur Überwachung der Insider-Regelung
17. Anwenden bestehender Gesetze

Die Kennzeichnung der die Insiderregeln anerkennenden Gesellschaften in der Presse dient der Information der Öffentlichkeit und kann seitens der Herausgeber ohne Schwierigkeiten durchgeführt werden.

Unter Kostenaspekten sollten bestehende Einrichtungen, wie etwa das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, in die Überwachung der Insider-Regelung eingeschaltet werden. Diese Maßnahme ist der Schaffung neuer Organe, wie etwa eines Öffentlich-rechtlichen Aktienamtes, zweifellos vorzuziehen.

Der bisher am meisten kritisierte Teil der Insider-Regelung, die Verfahrensordnung, wurde bereits in wesentlichen Abschnitten entsprechend verbessert. Dennoch darf hier kein Stillstand eintreten, es muß eine ständige Anpassung an die sich ändernden wirtschaftlichen, börsenmäßigen und rechtlichen Gegebenheiten angestrebt werden. Dieser sowie auch die folgenden Vorschläge sind nur im Rahmen einer Reformierung der Insiderregeln von 1976 durchführbar.

Die Verfahrensordnung gehört zum Kern der Insider-Regelung, und darum ist das Schwergewicht auf ihre wirksame Ausgestaltung zu legen. Probleme ergeben sich daraus, daß wohl die Kosten einer Erweiterung und Vertiefung abschätzbar

scheinen, der hieraus resultierende Nutzen - im Sinne von aufgeklärten oder verhinderten Insiderfällen - monetär nicht meßbar ist.

Die Ausdehnung des Insiderkreises erscheint notwendig und durchsetzbar. Ehemalige Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, sofern noch beratend tätig, sollten ebenso einbezogen werden wie die besonders häufig in Kreditinstituten anzutreffenden Beiräte sowie die Verfasser von Wertpapieranalysen, die Analysten. Besonders interessieren diejenigen Personen, die nicht, wie etwa die Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte, einem kodifizierten Standesrecht unterworfen sind. Auch die Ehegatten und Kinder jener Personen sind als potentielle Insider zu erfassen.

Eine Änderung der bestehenden Regelung muß die Ausdehnung der Insiderpapiere besonders auf festverzinsliche Wertpapiere beinhalten. Aus Gründen der Vollständigkeit einerseits und der Bedeutung im Börsengeschäft andererseits ist nicht einzusehen, warum gerade diese Titel von einer Regelung ausgenommen werden sollen. Die geringe Häufigkeit des Mißbrauchs von Insiderinformationen bei deren Emission oder im Börsenhandel kann nicht Maßstab für die Frage sein, ob eine Einbeziehung notwendig ist oder nicht. Es gibt keinen erkennbaren Grund, festverzinsliche Wertpapiere von der Insider-Regelung auszuschließen.

Die Verbesserung der Börsenzulassungsbestimmungen sollte im Rahmen europäischer Harmonisierungsbestrebungen betrachtet werden. Die Kommission der Europäischen Gemeinschaft unternimmt gegenwärtig den Versuch, über die Europäischen Wohlverhaltensregeln "ein wirksames und zuverlässiges Funktionieren der Wertpapiermärkte der Gemeinschaft sicherzustellen" ¹. Ob allerdings dieser Wohlverhaltenskodex das geeignete Instrument darstellt, muß bezweifelt werden ². Dennoch darf

1 Müller, Klaus: Europäische Wohlverhaltensregeln, in: Die Bank 1980, S. 279

2 Ebenda, S. 281; vgl. zur Kritik an den Wohlverhaltensregeln auch S. 282 dieser Arbeit

man sich auch durch Rückschläge oder Mißerfolge nicht darin beirren lassen, die einmal eingeschlagene Richtung - strikte Bekämpfung des Insiderunwesens - konsequent zu verfolgen. Ein Mittel dazu sind verbesserte Börsenzulassungsbestimmungen.

Der Grund für die Ausdehnung von Insiderregeln auf den unregelten Freiverkehr besteht hauptsächlich in dessen mangelnder Publizität. Diese aber ist bekanntlich eine der Voraussetzungen für die Verhinderung von Insidermißbräuchen, die im anonymen Massengeschäft ¹ weit eher als im Individualgeschäft möglich sind.

Die Präzisierung der Insiderinformationen erscheint im Hinblick auf ihren Stellenwert nicht unbedeutend. Am Beispiel der Übernahmeangebote wurde gezeigt, wie wichtig der maßgebliche Zeitpunkt ist, wann eine Information Insidercharakter erhält. Der jetzigen Regelung mangelt es an Genauigkeit, die wiederum Bedingung für die angestrebte Wirksamkeit ist.

Die nachfolgenden Vorschläge scheinen an rechtliche und praktische Grenzen zu stoßen.

Das Einbeziehen der Kursmakler und ihrer Stellvertreter in die Gruppe der Insider dürfte deren Widerstand hervorrufen. Sie könnten darauf hinweisen, daß sie aufgrund der Maklerordnung ohnehin zur Verschwiegenheit verpflichtet sind ² und sich eine weitergehendere Reglementierung, als die das Börsengesetz, das Handelsgesetzbuch und das Bürgerliche Gesetzbuch vorsehen, erübrigt. Die genannte Verpflichtung betrifft allerdings nur die Weitergabe von Informationen an andere, nicht jedoch das Ausnutzen oder Ausnutzenlassen für

¹ Vgl. S. 230 dieser Arbeit

² Nicht jedoch gegenüber der Aufsichtsbehörde. - Der Insider-Prüfungskommission ist es im Rahmen ihrer Untersuchungen nicht gestattet, die Maklerbücher zu überprüfen, um Insidergeschäfte aufzuklären.

eigene Rechnung. Auch wenn in der Praxis derartige Mißbrauchsfälle nicht bekannt sind, muß die Möglichkeit des Gebrauchs von Informationsvorsprüngen durch Kursmakler unterbunden werden. Die Kursmakler haben eine derart bedeutende Stellung als Börsenorgan, daß sie diesem Rang entsprechend auch behandelt werden müssen.

Ein praktisches Problem stellt die Einbeziehung sämtlicher Mitarbeiter von Kreditinstituten dar. Vereinfacht ausgedrückt würde das bedeuten, daß die gesamte betriebliche Hierarchie, vom Auszubildenden bis zum Vorstandsmitglied, die Insiderregeln anzuerkennen hätte. Sinnvoll wäre ein derartiges Verlangen aber nur dann, wenn auf diese Weise mit absoluter Sicherheit Insidergeschäfte auszuschließen wären. Daß dem in aller Regel aber nicht so ist, haben Beispiele ausländischer Regelungen gezeigt. Die Beschränkung auf eine volle Ausschöpfung der Insiderhandels-Richtlinien erscheint realistischer und effizient.

Die Schaffung eines öffentlich-rechtlichen Aktienmarktes sollte nur als letztes Mittel gewählt werden. Abgesehen vom zusätzlichen Behördenapparat, der erst installiert werden müßte¹, hätte eine solche Instanz ihre Effektivität erst noch zu beweisen. Das amerikanische Beispiel der SEC ist keineswegs ohne weiteres auf deutsche Verhältnisse übertragbar. Ein deutsches Amt wäre mit einem umfangreichen Kontrollmechanismus auszustatten, will es auch nur einigermaßen wirksam arbeiten. Zusätzliche gesetzliche Vorschriften wären erforderlich, von flexibler Anpassung an sich rasch ändernde Gegebenheiten würde kaum noch die Rede sein können.

Das Anwenden bestehender Gesetze - insbesondere UWG und GWB - setzt zweierlei voraus: erstens die Abkehr von der bestehenden freiwilligen Insider-Regelung, zweitens eine Nutzen-

¹ mit seinen negativen Auswirkungen beim Steuerzahler

Kosten-Analyse. Die Intensität des Schutzes vor Insider-mißbräuchen ist jedoch nicht monetär meßbar ¹, eine Nutzen-analyse somit kaum möglich. Empirische Untersuchungen zu diesem Problemkreis liegen bisher noch nicht vor.

¹ Vgl. zur Effizienz der Verbrechensbekämpfung Grohmann, Gisela: Strafverfolgung und Strafvollzug, Diss. Nürnberg 1972, S. 8

MATERIALIEN

An den Vorstand
Löwenbräu München
Postfach 201604
8000 München 2

Betr.: Insider-Regeln

Sehr geehrte Herren,

ich wende mich an Sie in Ihrer Eigenschaft als Vorstand einer börsennotierten Aktiengesellschaft: für meine betriebswirtschaftliche Dissertation, die sich mit der Problematik der Insider-Regelung befaßt, erlaube ich mir, einige Fragen an Sie zu richten. Ihre Beantwortung wäre eine große Hilfe für mich, und ich darf mich im voraus sehr bei Ihnen bedanken.

Frage 1: Beabsichtigen Sie, die Insider-Regeln in der jetzt gültigen Form in absehbarer Zeit anzuerkennen?

Frage 2: Welche Gründe sprechen Ihrer Meinung nach gegen eine Anerkennung der Insider-Regeln?

Frage 3: Welche Beseutung messen Sie der Verhinderung mißbräuchlicher Ausnutzung von Insider-Informationen bei?

Frage 4: Würden Sie statt der freiwilligen Lösung eine gesetzliche Regelung des Insider-Problems befürworten?

Mit freundlichen Grüßen

Anlage

Freiumschlag

Dipl.-Kfm.

20.2.80

Chambre de la Bourse de
Genève

- Vorstandsrat -

10, rue Petitot

CH 1211 Genf 11

Betr.: Insider-Informationen

Sehr geehrte Herren,

Die Genfer Börse nimmt unter den europäischen Börsen einen sehr bedeutenden Platz ein. Uns wichtiger erscheint es, das Vertrauen der Anleger in das Wertpapier und den Handel zu stärken und die Geschäfte noch transparenter zu machen.

Da ich gegenwärtig an einer bankwirtschaftlichen Dissertation über Insider-Probleme arbeite, wäre ich Ihnen für die Beantwortung folgender Fragen sehr verbunden:

- (1) Sind Sie der Auffassung, dass Insider-Transaktionen verboten werden sollten, oder glauben Sie, dass sie "das Salz an der Suppe" des Börsengeschehens sind?
- (2) Könnten Sie sagen, wieviele Insiderfälle in den letzten Jahren (76/79) an Ihrer Börse beobachtet werden konnten?
- (3) Halten Sie Vorkommnisse, wie sie es auch an deutschen Börsen in Folge der freiwilligen Insiderregeln bestanden, für die Schweiz erstrecksam und für einen ausreichenden Schutz des Outsiders, oder befürworten Sie nachdrücklich strafrechtliche Maßnahmen, wie sie Forstmoser und Brunner vorschlagen?
- (4) Welche Maßnahmen sind an Ihrer Börse vorgesehen, um unerwünschte Insider-Transaktionen aufzudecken und zu ahnden?
- (5) Glauben Sie, dass durch das Universalbankensystem Insider-Geschäfte begünstigt werden können?

Für die Beantwortung der Fragen danke ich Ihnen im voraus bestens.

Mit freundlichen Grüßen

(D. Anger)

CHAMBRE DE LA BOURSE
DE GENÈVE

M 3

CASE POSTALE 228
1211 GENÈVE 11
TÉL. 28 06 84

Genf, den 3. März 1980.

Herrn Detlef ANGER
Scheurlstrasse 19
8500 NÜRNBERG 1
Deutschland

Betr. Insider Informationen

Sehr geehrter Herr Anger,

Wir danken Ihnen für Ihren Brief und möchten wie folgt Stellungnahme machen :

1. Wir sind der Auffassung, dass Insider-Transaktionen schwer zu verbieten sein werden, da sie erstens, wie Sie in Punkt 5 selber sagen, durch das Universalbankensystem erleichtert werden und zweitens nicht einfach zu definieren und zu eruieren sind.
2. Wir können Ihnen keine Anzahl von konkreten Insiderfälle geben, möchten jedoch erläutern, dass es sich in den letzten Jahren lediglich um Ausnahmen drehte, bei denen angenommen wurde, dass es sich um solche handelte, ohne dass diese jedoch von der Börse als solche abgestempelt wurden oder dass Untersuchungen beantragt worden sind.
3. Wir halten Vorkehrungen im Sinne einer freiwilligen Insider-Regel erstrebenswert, um den bereits beantragten strafrechtlichen Massnahmen vorzubeugen.
4. Besprechungen auf ganzschweizerischem Niveau sind im Gange und tendieren auf ein "Gentlemen's Agreement".

Wir grüssen Sie,

mit vorzüglicher Hochachtung

CHAMBRE DE LA BOURSE DE GENEVE

Direktor :


Kurt Schneuwly

Dipl.-Kfm.

20.2.80

Effektenborsenverein Zürich

- Vorstand -

Bleicherweg 5

CH 8001 Zürich

Betr.: Insider-Informationen

Sehr geehrte Herren,

die Zürcher Borse nimmt unter den europäischen und überseeischen Börsen einen sehr bedeutenden Platz ein. Umso wichtiger erscheint es, das Vertrauen der Anleger in das Wertpapier und den Handel zu stärken und die Geschäfte noch transparenter zu machen.

Da ich gegenwärtig an einer bankwirtschaftlichen Dissertation über Insider-Probleme arbeite, wäre ich Ihnen für die Beantwortung folgender Fragen sehr verbunden:

- (1) Sind Sie der Auffassung, dass Insider-Transaktionen verboten werden sollten, oder glauben Sie, dass sie "das Salz an der Suppe" des Börsengeschehens sind?
- (2) Konnten Sie sagen, wieviele Insiderfälle in den letzten beiden Jahren an Ihrer Börse beobachtet werden konnten?
- (3) Halten Sie Vorkehrungen, wie sie etwa an den deutschen Börsen im Sinne der freiwilligen Insider-Regeln bestehen, für die Schweiz erstrebenswert und für einen ausreichenden Schutz des Outsiders, oder befürworten Sie nachdrücklich die strafrechtlichen Massnahmen etwa von Forstmoser oder Brunner?
- (4) Welche Massnahmen sind an Ihrer Börse vorgesehen, um unerwünschte Insider-Transaktionen aufzudecken und zu ahnden?
- (5) Glauben Sie, dass durch das Universalbankensystem Insider-Geschäfte begünstigt werden konnten?

Für die Beantwortung der Fragen danke ich Ihnen im voraus bestens.

Mit freundlichen Grüßen

(D. Anger)



Effektenborsenverein Zürich
Bourse de Zurich
Zurich Stock Exchange

Herrn Detlef Anger
Scheurlstrasse 19
D-8500 Nürnberg

Der Direktor

CH-8021 Zürich, Bleicherweg 5

Zürich, 25. Februar 1980

Betrifft: Insider-Information

Sehr geehrter Herr Anger,

Wir nehmen Bezug auf Ihren Brief und möchten wie folgt Stellung nehmen:

1. Wir sind an unserer Börse sicher nicht der Meinung, dass Insider-Transaktionen "das Salz in der Suppe" des Börsengeschehens seien. Andererseits sind wir aber auch nicht der Meinung, dass es sinnvoll sei, - und ich drücke mich hier etwas pointiert aus - einfach Verbote um der Verbote willen zu erlassen, wenn es sich in der Praxis dann doch immer wieder herausstellt, dass diese wohl enorme Umtriebe und Kosten verursachen, ohne letztlich und in den entscheidendsten Fällen wirklich effizient zu sein.
2. Wie überall, so gibt es auch in der Jurisprudenz Modeströmungen und sehr in Mode ist im Moment die Insider-Reglementierung. Auffallend dabei ist aber, dass man als Beispiele immer wieder die gleichen Fälle aufzählen muss, die sich nun bereits vor Jahren ereignet haben. Materiell relevante Insider-Fälle sind tatsächlich in der Schweiz sehr selten.
3. Wir sind hier für freiwillige Insider-Regeln.
4. Bis jetzt haben wir keine spezifischen Insider-Regeln.

./..



- 2 -

5. Wir können diese Auffassung nicht teilen.

Wir hoffen, Ihnen mit den obigen Ausführungen gedient zu haben und verbleiben,

mit freundlichen Grüßen
EFFEKTENBOERSENVEREIN ZUERICH

Dr. R.T. Meier
Dr. R.T. Meier

Wipplingerstraße 34

A-1011 Wien

Telefon: (0222) 63 37 66

Telex: 07 4693

Telegramme: Börsekammer, Wien
Stock Exchange, Wien

WIENER BÖRSEKAMMER

Z. 2642-2650/78

Wien, am 14. September 1978

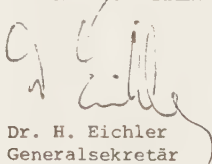
Herrn
Dkfm. Detlef AngerScheurlstraße 19
D-8500 Nürnberg 1

Sehr geehrter Herr Dkfm. Anger!

In Beantwortung Ihrer Anfrage vom 11. d.M. teilt die Wiener Börsekammer mit, daß in Österreich Insider-Fälle bisher in der Öffentlichkeit nicht bekanntgeworden sind und das Insider-Problem hier publizistisch noch nicht behandelt wurde.

Mit dem Ausdruck vorzüglicher Hochachtung

WIENER BÖRSEKAMMER

Dr. H. Eichler
Generalsekretär

DETLEF ANGER

Diplomkaufmann

8500 Nürnberg 1, d.2.9.79
Scheurlstr. 19

Verlag Handelsblatt

- Redaktion -

4000 Düsseldorf

Postfach

:

Betr: Insider-Regeln

Sehr geehrte Damen und Herren,

wie Sie wissen, haben dem Kapital nach etwa 90% der börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften die Insider-Regeln - alte oder neue Fassung - anerkannt.

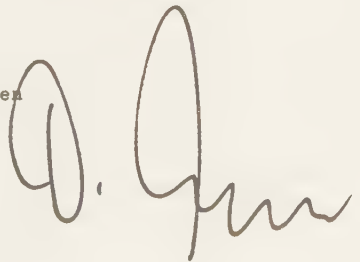
In der Börsen-Zeitung etwa werden diese Gesellschaften entsprechend gekennzeichnet.

Da nicht jeder Anleger - aus Kostengründen - die Börsen-Zeitung abonnieren kann, stellt sich für mich die Frage, ob nicht auch Sie als maßgebliche überregionale Zeitung sich dieser Kennzeichnung in Ihrem Kursteil anschließen wollen.

Auf diese Weise würden Sie dem Informationsbedürfnis Ihrer Leser weiter entgegenkommen und könnten vielleicht auch einer eventuellen gesetzlichen Regelung des Insider-Problems entgegenwirken.

Ihrer Antwort sehe ich mit Interesse entgegen.

Mit freundlichen Grüßen





Handelsblatt GmbH · Kreuzstraße 21 · D-4000 Düsseldorf 1

Herrn
 Rolf Anger
 Rheurlostr. 19
 8500 Würzburg

Handelsblatt

Wirtschafts- und Finanzzeitung

Redaktion
 Düsseldorf
 Pressehaus
 Martin-Luther-Platz 23/25
 D-4000 Düsseldorf 1
 Tel. 0211/8388(1)
 Telex 8581815/16/17 hbl d

Tele + Telefax

H.H./B.

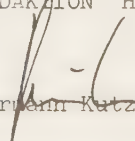
Düsseldorf, 12.9.1979

Sehr geehrter Herr Anger,

vielen Dank für Ihr Schreiben vom 2. September. Wir werden Ihre Anregung bezüglich der Angabe der Anerkennung von Insider-Regeln gerne überprüfen. Allerdings erscheint uns das Interesse der Leser an solchen Hinweisen äußerst gering: Ein Wunsch dieser Art ist an uns bisher noch nicht herangetragen worden.

Mit freundlichen Grüßen

REDAKTION HANDELSBLATT


 Hermann Kutzer

LITERATURVERZEICHNIS

1. Selbständige Bücher und Schriften, Dissertationen, Beiträge in Sammelwerken, Zeitschriften und Zeitungen

Aubert, Maurice/Kernen, Jean-Philippe/Schönle, Herbert: Das schweizerische Bankgeheimnis, Bern 1978

Baehring, Bernd: Wohlverhalten verlangt, in: Börsen-Zeitung vom 30.1.1979, S. 1, 3

Baetge, Jörg: Betriebswirtschaftliche Systemtheorie, Opladen 1974

Bäumler, Lothar: Aktionärs- und Gläubigerschutz in den Bestimmungen des Aktiengesetzes von 1965 über die Rechnungsabgrenzung, Diss. München 1967

Baker, Ralph J./Cary, William L.: Cases and Materials on Corporations, 3. Aufl., Brooklyn 1958

Ballwieser, Wolfgang: Art. Insider-Regeln, in: Gablers kleines Bankenlexikon, 8. Aufl., Wiesbaden 1978, S. 793-804

Derselbe: Insiderrecht und positive Aktienkurstheorie, in: ZfbF 1976, S. 231-253

Baumbach, Adolf/Hefermehl, Wolfgang: Wettbewerbs- und Warenzeichenrecht, Bd. I, Wettbewerbsrecht, 9. Aufl., München 1965

Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred/Hueck, Götz: Aktiengesetz, Kommentar, 13. Aufl., München 1968

Baur, Jürgen: Investmentgesetze (Loseblattsammlung), Berlin 1970

Beckmann, Liesel: Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, 2. Aufl., Stuttgart 1956

Beckmann, Liesel/Pausenberger, Ehrenfried: Gründungen, Umwandlungen, Fusionen, Sanierungen, Wiesbaden 1961

Bellinger, Knut: Die kursbildenden Faktoren am deutschen Aktienmarkt, Diss. Köln 1956

Bess, Jürgen: Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote (Teil I), in: Die Aktiengesellschaft 1976, S. 169-176

Beyer, Horst-Tilo: Allgemeine Finanzplanung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, Hrsg. Oswald Hahn, München 1971, S. 213-282

- Beyer-Fehling, Hermann: Die deutschen Wertpapierbörsen als Instrument der Vermögenspolitik, in: Bulletin des Presse- und Informationsamtes der Bundesregierung 1970, S. 176-177
- Derselbe: Die neuen Insider-Regeln, in: Kreditwesen 1970, S. 8-11, S. 1112-1115
- Beyer-Fehling, Hermann/Bock, Alexander: Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetznovelle, Frankfurt 1975
- Biedenkopf, Kurt H./Koppensteiner, Hans Georg, in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 3 B, 1. Lieferung, Köln-Berlin-Bonn-München 1971
- Bitz, Michael: Das Insider-Problem und die Empfehlungen der Börsenreformkommission, in: Blätter für Genossenschaftswesen 1970, S. 409-413
- Böhner, Reinhard: Insiderregeln eine Farce? In: WP 1972, S. 233-235
- Böhner, Willi: Kapitalaufbau und Aktienbewertung, Berlin 1971
- Boemle, Max: Wertpapiere im Zahlungs-, Kredit- und Kapitalverkehr, Zürich 1970
- Bösch, Hans Jürgen: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959
- Bornemann, Fritz Otto/Linnhoff, Hans-Otto: Die seit der Währungsreform begebenen Industrie-Anleihen, Berlin 1958
- Bracker, Ernst: Die Auswirkungen der Körperschaftsteuerreform, in: Kreditwesen 1978, S. 801-802
- Bremer, Heinz: Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Berlin-Heidelberg-New York 1969
- Derselbe: Rechtsprobleme der Insider-Regeln, in: BB 1971, S. 803-805
- Derselbe: Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, in: Wertpapiermitteilungen vom 12.8.1972, S. 898-902
- Derselbe: Die Börsensachverständigenkommission 1968 - 1975; Aufgaben und Ergebnisse, Berlin-New York 1976
- Derselbe: Die Neufassung der Insider-Bestimmungen, in: Die Aktiengesellschaft 1976, S. 10-13
- Brunner, Max: Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei? In: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1976, S. 179-194

- Brunner, Max: Wie kommt man Insider-Transaktionen bei, in: Neue Zürcher Zeitung vom 28.4.1977, S. 11-12
- Bruns, Georg: Effektenhandel an den deutschen und ausländischen Börsen. Eine vergleichende Betrachtung zur Internationalisierung des Effektenwesens, Frankfurt 1961
- Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich: Wertpapier und Börse, Ergänzbare Rechtshandbuch für den Effektenverkehr, Berlin 1971
- Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich/Stoeck, Wolfgang: Wertpapier und Börse, Berlin/Frankfurt 1977
- Bruns, Heiko: Der Wertpapierhandel von Insidern als Regelungsproblem, Diss. Frankfurt 1973
- Büschgen, Hans E.: Die Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, in: Wertpapier 1965, S. 763-768
- Derselbe: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966
- Derselbe: Obligationenemission, Schuldscheindarlehen und Aktienemission - ein Finanzierungskostenvergleich, in: Bank-Betrieb 1967, S. 107-114
- Derselbe: Bankbetriebslehre, Wiesbaden 1972
- Canaris, Claus-Wilhelm: Bankvertragsrecht, Berlin-New York 1975
- Claussen, Carsten P., in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2, 1. Lieferung, Köln-Berlin-Bonn-München 1971
- Derselbe: Sind die Rechnungslegungsvorschriften des AktG 1965 gelungen - oder brauchen wir ein staatliches Aktienamt? In: Die Aktiengesellschaft 1979, S. 169-189
- Derselbe: Ohne die Aktie keine Vermögensbildung, in: Kreditwesen 1977, S. 323-324
- Coenenberg, Adolf Gerhard: Jahresabschlußinformation und Kapitalmarkt. Zur Diskussion empirischer Forschungsansätze und -ergebnisse zum Informationsgehalt von Jahresabschlüssen für Aktionäre, in: ZfbF 1974, S. 647-657
- Coing, Helmut: Company Insiders and the Public. Bericht über die internationale Tagung zum Insiderhandel mit Wertpapieren in London, in: Die Aktiengesellschaft 1975, S. 120-123
- Creifelds, Carl: Rechtswörterbuch, 4. Aufl., München 1976
- Degner, Harald: Börsennovelle und Insiderregelung - Junktim oder nicht? In: Die Aktiengesellschaft 1974, S. 365-369

- Deppe, Hans-Dieter: Betriebswirtschaftliche Grundlagen der Geldwirtschaft, Bd. 1, Stuttgart 1973
- Derfler, Gerhard: Die Bedeutung der Publizitätspflicht für den Kapitalmarkt, Diss. Köln 1960
- Dertinger, Claus: Insider-Informationen/EG will freiwillige Regeln durch Gesetz ersetzen, aber: Verhaltenskodex hat sich in zehn Jahren bewährt, in: Die Welt vom 8.3.1980, S. 10
- Ebenroth, Carsten Thomas: Das Auskunftsrecht des Aktionärs und seine Durchsetzung im Prozeß, Bielefeld 1970
- Eisenhofer, Arno: Beteiligungen, Wiesbaden 1970
- Elle, Horst: Über die Verantwortlichkeit der Zulassungsstelle einer deutschen Börse gegenüber dem Publikum, in: ZHR 1966, S. 273-296
- Engler, Georg Wilhelm: Vor Aktien wird gewarnt, Bern und München 1967
- Ernst, Gernot: Frisches Blut an die Börse, in: Börsen-Zeitung vom 24.3.1979, S. 18-19
- Falkenhausen, Bernhard von: Minderheitenschutz und Aktienhandel, in: Die Aktiengesellschaft 1972, S. 276-283
- Feig, Anton: Prinzipien der Vermögensanlage, in: Investment-Handbuch, Hrsg. Leo Schuster, Stuttgart 1971, S. 81-88
- Fischer-Winkelmann, Wolf F.: Der Informationswert von "cash-flow" -Analysen, in: Österreichisches Bank-Archiv 1973, S. 356-369
- Flachmann, Klaus: Insider-Information und Börsenreform I, in: Kreditwesen 1970, S. 7-10, S. 593-596
- Derselbe: Insider-Information und Börsenreform II, in: Kreditwesen 1970, S. 13-16, S. 650-654
- Flachmann, Klaus/Scholtz, Rolf-Detlev/Schork, Ludwig/Schuster, Leo/Steder, Karl-Heinz: Investment-Handbuch (Loseblattsammlung), Berlin 1970
- Forberg, Kurt: Konsequenzen für Aktiengesellschaften und Aktienmarkt, in: Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt, Bd. 9, Frankfurt 1974

- Forstmoser, Peter: Strafrechtliche Erfassung von Insider-mißbräuchen? In: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1977, S. 14-23
- Derselbe: Effektenhandel durch Insider, in: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1974, S. 133-152
- Fritsch, Ulrich: Die Aktie braucht neue Impulse, in: Jahresbericht Frankfurter Wertpapierbörse 1979, S. 32-39
- Frohne, Ronald: Prospektpflicht und Prospekthaftung in Deutschland, Frankreich und den USA, München 1974
- Gerhard, Josef: Freiverkehr von Wertpapieren, in: Handelsblatt vom 9.10.1979, S. 25-26
- Gericke, Horst: Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961
- Godin/Wilhelmi: Aktiengesetz vom 6. September 1965. Kommentar. 3. Aufl., bearbeitet von Hans Wilhelmi/Sylvester Wilhelmi: Bd. I, Berlin 1967
- Dieselben: Aktiengesetz vom 6. September 1965. Kommentar. 3. Aufl., bearbeitet von Hans Wilhelmi/Sylvester Wilhelmi, Bd. II, Berlin 1967
- Gower, L.C.B.: The principles of modern company law, 3. Aufl., London 1969
- Grohmann, Gisela: Strafverfolgung und Strafvollzug, Diss. Nürnberg 1972
- Grün, Karl: Briten wollen mehr Klarheit in Firmenbeteiligungen bringen, in: Die Welt vom 20.4.1977, S. 14
- Guhr, Hans-Martin: Gewinn und Cash Flow als Bewertungskriterien, in: Beiträge zur Aktienanalyse, Hrsg. Georg Siebert, Frankfurt 1972
- Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., 2. Aufl., Berlin-Heidelberg-New York 1969
- Hagenmüller, Karl Friedrich: Der Bankbetrieb, 4. Aufl., Bd. II, Wiesbaden 1978
- Hahn, Oswald: Die Wettbewerbs- und Kostensituation im deutschen Bankwesen unter dem Aspekt der unterschiedlichen Gruppenzugehörigkeit und Unternehmensgröße, Köln 1962
- Derselbe (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971
- Derselbe: Die Kapitalquellen: Außen- und Innenfinanzierung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 63-103
- Derselbe: Struktur der Bankwirtschaft, 1. Teil: Typologische Betrachtung der Banken, Selbstverlag Rückersdorf 1972

Hahn, Oswald: Struktur der Bankwirtschaft, 2. Teil: Die Universalbanken, Selbstverlag Rückersdorf 1972

Derselbe: Struktur der Bankwirtschaft, 3. Teil: Die Spezialbanken im nationalen Bereich II, Selbstverlag Rückersdorf 1974

Derselbe: Emission von Wertpapieren, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl., 1. Band, hrsg. von E. Grochla und W. Wittmann, Stuttgart 1975, Sp. 1259-1264

Derselbe: Finanzwirtschaft, München 1975

Derselbe: Die Bankenkonzentration - Schicksal oder Scheinproblem? In: Schweizer Banken in der Welt von morgen, Bankwirtschaftliche Forschungen, hrsg. vom Institut für Schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich und Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen, Bd. 21, Bern-Stuttgart 1975, S. 11-25

Derselbe: Merkblätter zur Vorlesung Finanzwirtschaft - Börse II, 1975/76

Derselbe: Der Interessenkonflikt der kontinental-europäischen Bank, in: Österreichische Sparkassenzeitung, Folgen 3 und 4/1976, S. 45-50, 62-65

Derselbe: Die Führung des Bankbetriebes, Stuttgart-Berlin-Köln-Mainz 1977

Hamann, Horst: Ein Oberförster schießt auf die Deutsche Bank, in: Capital 1968, S. 54-55

Hanssen, Rolf A.: Aktienkursverlauf und Börsenzwang, Berlin 1976

Harbrecht, Wolfgang: Grundlagen der optimalen Kapitalanlageplanung, in: Investmenthandbuch, Hrsg. Leo Schuster, Stuttgart 1971

Hefermehl, Wolfgang, in: Aktiengesetz Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Bd. II, München 1973

Heigl, Anton: Abschreibungsvergünstigungen für Umweltschutz-Investitionen, München 1975

Heinen, Edmund: Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966

Heinsius, Theodor: Abfindung außenstehender Aktionäre und Übernahmeangebote im deutschen Aktien- und Konzernrecht, in: Übernahmeangebote im Aktienrecht, Schriftenreihe der Gesellschaft für Rechtsvergleichung, Hrsg. E. v. Caemmerer und Hans-Heinrich Jeschek, Frankfurt 1976

Herschsohn, H.: Der Sparer als Aktionär, in: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1970, S. 65-74

Derselbe: Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, in: Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1972, S. 173-186

Hesberg, Walter: Sind Börsenumsätze ein Tendenzbarometer? In: Kreditwesen 1962, S. 286-288

Hintner, Otto: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1960

Höhnien, Wilfried: Die vermögenspolitischen Gesetze und Maßnahmen in der Bundesrepublik Deutschland, Köln 1968

Hölzler, Heinrich und Hoffmann, Hans: Schützen die Insider-Vorschriften den Insider? In: Kreditwesen 1975, S. 12-16 S. 310-314

Holschbach, Ulrich: Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapiergeschäfte, in: NJW 1973, S. 2006-2009

Hopt, Klaus J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975

Derselbe: Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, München 1976

Hopt, Klaus J./Will, Michael R.: Europäisches Insiderrecht. Münchner Universitätsschriften. Abhandlungen des Instituts für europäisches und internationales Wirtschaftsrecht, Bd. 9, Stuttgart 1973

Hopt, Klaus J.: Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? Teil 1: Der international erreichte Stand des Kapitalmarktrechts, in: ZHR 1976, S. 201-235

Horn, Norbert: Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972

Derselbe: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, in: ZHR 1972, S. 369-396

Huber, Ulrich: Diskussionsbeitrag, abgedruckt in: Übernahmeangebote im Aktienrecht, Schriftenreihe der Gesellschaft für Rechtsvergleichung, Hrsg. E. von Caemmerer und Hans-Heinrich Jeschek, Frankfurt 1976

Hueck, Alfred: Recht der Wertpapiere, 9. Aufl., Berlin und Frankfurt 1963

Hueck, Goetz, in: Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred/Hueck, Götz: Aktiengesetz (Kommentar), 13. Aufl., München 1968

- Hueck, Goetz u.a.: Verbot des Insiderhandels: rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, Heidelberg 1976
- Jäger, Werner: Bankenpublizität in Deutschland, Berlin 1976
- Jennings, Richard W.: Insider-Geschäfte nach Rule 10(b)-5 der Vorschriften über die Security Exchange Commission, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht 1969, S. 1-34
- Jennings, Richard W./Marsh, John: Selected Statutes, Rules and Forms under the Federal Securities Laws, Mineola, New York 1974
- Jentsch, Werner: Die Neufassung der Insider-Regelungen, in: Bank-Betrieb 1976, S. 186-191
- Junkermann, Alfred: Feststellung des Jahresabschlusses durch Verwaltung oder Hauptversammlung? In: Die Aktiengesellschaft 1966, S. 179
- Kirsch, Werner: Entscheidungsprozesse, 2. Band, Wiesbaden 1971
- Klainguti, Ernest: Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im amerikanischen Bundesrecht, Bern-Stuttgart 1971
- Kloidt, Heinrich: Art. Spekulation, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. 3, 3. Aufl., Stuttgart 1960, Sp. 4987
- Klug, Ulrich, in: Aktiengesetz Großkommentar, Bd. 4, Berlin-New York 1975
- Kostolany, Françoise: Frankreichs Insider spielen mit dem Knast, in: Das Wertpapier 1970, S. 40-41
- Kramer, Josef: Information und Kommunikation, Berlin 1965
- Kramis, Otto: Insiderhandel in Effekten, Zürich 1978
- Krause, Michael W.: Die langfristige Fremdfinanzierung, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, Hrsg. Oswald Hahn, München 1971, S. 643-691
- Krauss, Dieter: Die Anlageberatung der Kreditbanken, Diss. München 1968
- Krell, Ulrich M.: Die zivilrechtliche Prospekthaftung der Emissionsbanken gegenüber dem Wertpapieranleger, Diss. Freiburg 1973
- Kriebel, Horst: Börsenumsatzveröffentlichung - ja oder nein? In: Die Aktiengesellschaft 1962, S. 71-73

Kronstein, Heinrich/Claussen, Carsten Peter: Publizität und Gewinnverteilung im neuen Aktienrecht. Rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung des amerikanischen Rechts, Frankfurt 1960

Kropff, Bruno: Aktiengesetz, Textausgabe und Begründung, Düsseldorf 1965

Kruk, Max: Viel Staub um Beton- und Monierbau, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6.9.1979, S. 13

Laux, Manfred: Die Harmonisierung des EG-Investment-Rechts, in: Kreditwesen 1978, S. 818-821

Leber, Georg: Vermögensbildung in Arbeitnehmerhand, Frankfurt 1964

Leckebusch, Klaus: Die EG-Beamten haben kein klares Konzept für neue Börsenregeln, in: Handelsblatt vom 25./26.6.1977, S. 6 f.

Derselbe: Die neuen Insider-Empfehlungen, in: Kreditwesen 1976, S. 641-642

Leffson, Ulrich: Die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, Düsseldorf 1964

Leistner, Georg: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, in: Die Aktiengesellschaft 1974, S. 345-353

Derselbe: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, in: Die Aktiengesellschaft 1974, S. 377-385

Derselbe: Rechtsprobleme des "Insider-Dealing" in Großbritannien, in: Die Aktiengesellschaft 1975, S. 11-12

Derselbe: Das französische Insider-Recht, in: Die Aktiengesellschaft 1971, S. 360-364

Derselbe: Das Insiderrecht in der Bundesrepublik - Ein Schlag ins Wasser! In: ZRP 1973, S. 201-208

Linhardt, Hanns: Angriff und Abwehr im Kampf um die Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1963

Lüthje, Bernd: Die Funktionsfähigkeit der deutschen Aktienbörse, Göttingen 1970

Loss, Louis: Grundzüge der "Securities-Regulation" in den USA, in: Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Bd. 2, Frankfurt 1971

- Mang, Rudolf: Ruhestandsschulung in deutschen Firmen,
in: Capital 1979, S. 21-22
- Mattes, Helmut: Finanzierungsvorgänge im Konzern, Stutt-
gart 1966
- Mertens, Hans Joachim: Plädoyer für eine Kapitalmarkt-
Kommission ... und gegen eine deutsche SEC, in: Börsen-
Zeitung vom 23.9.1976, S. 4
- Mestmäcker, Ernst-Joachim: Verwaltung, Konzerngewalt und Rech-
te der Aktionäre, Karlsruhe 1958
- Mettler, Marcel: Die Voraussetzungen der Börsenzulassung
von Wertpapieren, Diss. Zürich 1978
- Meyer-Landrut, Joachim: Die Verschwiegenheitspflicht amtie-
render und ausgeschiedener Vorstands- und Aufsichtsrats-
mitglieder der Aktiengesellschaft, in: Die Aktienge-
sellschaft 1964, S. 325-327
- Moll, Gerd: Zur Entwicklung des deutschen Investmentwesens,
Diss. Tübingen 1974
- Mülhaupt, Ludwig: Obligationen, in: Handwörterbuch der Be-
triebswirtschaft, 4. Aufl., 1. Band, Stuttgart 1975,
Sp. 2783-2792
- Müller, Klaus: Europäische Wohlverhaltensregeln, in: Die
Bank 1980, S. 279
- Müller-Stahl, Ingo: Der geregelte Freiverkehr, Diss. Köln 1971
- Mutze, Otto: Prüfung und Feststellung des Jahresabschlusses
der Aktiengesellschaft sowie Beschlußfassung über die
Gewinnverwendung, in: Die Aktiengesellschaft 1966, S. 173-178
- NN: Geregelter Freiverkehr, in: Das Wertpapier 1964, S. 860-
864
- NN: Sarotti-Rechtfertigung überzeugte nicht, in: Das Wert-
papier 1967, S. 496
- NN: Geraer Strickgarn: Wann wird liquidiert? In: Das Wert-
papier 1968, S. 655
- NN: Vermehrte Angaben über Börsenumsätze, in: Bank-Betrieb
1969, S. 114
- NN: Erweiterte Umsatzlisten an deutschen Wertpapier-Börsen,
in: Bank-Betrieb 1969, S. 192-193
- NN: Insider-Informationen: Gegen Mißbrauch, in: Das Wert-
papier 1970, S. 193
- NN: Was ist ein Aufsichtsrat wert, wenn er vom Vorstand
nicht unterrichtet wird? In: Blick durch die Wirtschaft
vom 20.11.1971, S. 5
- NN: Das kleine "i" ist plötzlich "in", in: Wirtschaftswoche
1973, S. 86

- NN: Die Schweigepflicht der Aufsichtsräte. Die Möglichkeiten der Satzung ausschöpfen, in: Handelsblatt vom 19.10.1976, S. 3
- NN: Regierungsrätliche Stellungnahme zur Insiderproblematik, in: Neue Zürcher Zeitung vom 30.10.1976, S. 15
- NN: Der Widerstand der Aktionäre war nicht umsonst, in: Das Wertpapier 1976, S. 5-11
- NN: Mit Anlagegrenzen listig gespielt, in: Blick durch die Wirtschaft vom 9.2.1977, S. 6
- NN: Neues Insider-Zeichen, in: Börsen-Zeitung vom 20.1.1977, S. 1
- NN: Börse verschärft Publizitätspflicht, in: Börsen-Zeitung vom 17.2.1977, S. 2
- NN: Anleiherückzahlungen, in: Börsen-Zeitung vom 1.3.1977, S. 3
- NN: Mehr Publizität für Paket-Beteiligungen, in: Börsen-Zeitung vom 20.4.1977, S. 6
- NN: Prof. Künzi über Insider und "Gentlemen", in: Finanz und Wirtschaft vom 9.2.1977, S. 2
- NN: Insider-Transaktionen, in: Finanz und Wirtschaft vom 16.2.1977, S. 7
- NN: Neue Vorwürfe gegen die Kreditanstalt, in: Handelsblatt vom 21.7.1977, S. 7
- NN: Gegen den Mißbrauch von Informationen durch Insider ist kein Kraut gewachsen, in: Handelsblatt vom 15.11.1977, S. 5
- NN: Bankgeheimnis unüberwindlich, in: Börsen-Zeitung vom 9.6.1978, S. 14
- NN: Insider-Transaktionen ohne Folgen, in: Finanz und Wirtschaft vom 29.11.1978, S. 23
- NN: Regeln für das Aussetzen einer Kursnotierung, in: Handelsblatt vom 24.4.1978, S. 22
- NN: Rezept für Insider, in: Die Welt vom 30.5.1978, S. 12
- NN: Insider bei BuM? In: Das Wertpapier 1978, S. 975
- NN: Ein neues Gesetz droht, in: Kreditwesen 1978, S. 1118
- NN: Optionsscheine: Entscheidungsspielraum auf Jahre, in: Blick durch die Wirtschaft vom 4.7.1979, S. 6

- NN: EG-Richtlinie über Zwischenberichte, in: Börsen-Zeitung vom 19.1.1979, S. 8
- NN: Der Analysten Vertraulichkeit, in: Börsen-Zeitung vom 26.1.1979, S. 3
- NN: Geordnete Bahnen für Kauf- und Umtauschgebote, in: Börsen-Zeitung vom 30.1.1979, S. 5
- NN: Frankfurt führend bei Auslandswerten, in: Börsen-Zeitung vom 27.2.1979, S. 5
- NN: Börsenkommission will mehr Publizität, in: Börsen-Zeitung vom 4.5.1979, S. 2
- NN: Ein Ehrenkodex fürs Effektengeschäft. Empfehlungen der EG-Kommission für "Wohlverhaltensregeln" bei Wertpapiertransaktionen, in: Börsen-Zeitung vom 23.6.1979, S. 5
- NN: England plant Insider-Gesetz, in: Börsen-Zeitung vom 24.10.1979, S. 2
- NN: Klare Informationspolitik, in: Finanz und Wirtschaft vom 4.4.1979, S. 23
- NN: Seltsame Kurssteigerungen, in: Finanz und Wirtschaft vom 22.8.1979, S. 5
- NN: Leitsätze für freiwillige Kauf- und Umtauschgebote, in: Handelsblatt vom 30.1.1979, S. 6
- NN: Wohlverhaltensregeln für Wertpapier-Transaktionen, in: Handelsblatt vom 26.6.1979, S. 4
- NN: Dokumentation: BuM-Konkursverwalter WestLB (I), in: Handelsblatt vom 7./8.9.1979, S. 11-13
- NN: Dokumentation: BuM-Konkursverwalter WestLB (II), in: Handelsblatt vom 10.9.1979, S. 16-17
- NN: Wir haben Macht, in: Der Spiegel vom 18.6.1979
- NN: Grundbesitz-Investment, in: Kreditwesen 1979, S. 369-370
- NN: Insiderverfahren wegen BuM-Aktienverkauf, in: Die Aktiengesellschaft 1980, S.R 62
- NN: Von einer Weltbörse weit entfernt, in: Blick durch die Wirtschaft vom 17.5.1980, S. 6
- NN: City verstimmt über Beers-Manöver, in: Börsen-Zeitung vom 14.2.1980, S. 2
- NN: Vorteile freiwilliger Insider-Regelung, in: Börsen-Zeitung vom 7.3.1980, S. 2

- NN: Schutzvereinigung fordert Änderung der Insider-Regeln,
in: Börsen-Zeitung vom 14.3.1980, S. 2
- NN: Der Bund überzieht sein Emissions-Standing, in: Börsen-
Zeitung vom 14.3.1980, S. 2
- NN: Siemens-Aktionäre "sind bei uns gut aufgehoben", in:
Börsen-Zeitung vom 21.3.1980, S. 6
- NN: Umsatzrekord an der Züricher Börse, in: Börsen-Zeitung
vom 11.4.1980, S. 5
- NN: Baseler Börse beklagt "Kündigungswelle", in: Börsen-Zei-
tung vom 11.4.1980, S. 5
- NN: Spekulation in Bundesobligationen, in: Börsen-Zeitung
vom 24.4.1980, S. 3
- NN: Schatzbriefabsatz erstmals wieder positiv, in: Börsen-
Zeitung vom 25.4.1980, S. 2
- NN: Gildemeister stockt auf, in: Börsen-Zeitung vom 6.5.1980,
S. 4
- NN: MG-HV begrüßt Großaktionär aus Kuwait, in: Börsen-Zeitung
vom 15.5.1980, S. 3-4
- NN: Der Aktie auf die Sprünge helfen, in: Börsen-Zeitung vom
22.5.1980, S. 3
- NN: Dawn-Raiders-Kontrolle gefordert, in: Börsen-Zeitung vom
12.7.1980, S. 5
- NN: Lex de Beers, in: Börsen-Zeitung vom 8.8.1980, S. 1
- NN: Aufkauf bremsen, in: Börsen-Zeitung vom 9.9.1980, S. 1
- NN: Existenz nachweisen, in: Handelsblatt vom 6.3.1980,
S. 27
- NN: Emission der Bundesobligation reizte die Banken zu
zweifelhaften Geschäften, in: Wertpapier 1980, S. 404-
406
- Obst, Georg/Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen,
36. Aufl., Stuttgart 1967
- Oppenheim, Alfred von: Harmonisierung des Börsenrechts, in:
Die Bank 1979, S. 417-423
- Ott, Michael: Der Anleger will belogen werden, in: Wert-
papier 1977, S. 162-163

- Pfarr, Heide M.: Die Verschwiegenheitspflicht der Aufsichtsratsmitglieder, in: Das Mitbestimmungsgespräch 1976, S. 51-53
- Pfeiffer, Johann H.: Langfristige Fremdfinanzierung durch Ausgabe von Obligationen, Wandelanleihen usw., in: Finanzierungshandbuch, Hrsg. Hans Janberg, Wiesbaden 1964
- Pfisterer, Uwe: Machtmißbrauch im Wertpapierhandel durch Insider: Implikationen für die Bundesrepublik Deutschland aus Erfahrungen in den USA, Tübingen 1976
- Pleyer, Klemens/Hertzberg, Christine von: Rechtssprechung läßt viele Fragen offen, in: Handelsblatt vom 12./13.10.1979, S. 24
- Prion, W.: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., München-Leipzig 1929
- Rasmus, Friedrich: Das Selbsteintrittsrecht des Effektenkommissionärs, Köln 1968
- Renner, Volker: Der Schutz des Kapitalanlegers gegen die Ausnutzung von Informationsvorteilen im Aktienhandel, Mannheim 1976
- Riebel, Paul: Erwartungen, stille Reserven und materielle Genauigkeit der Jahresrechnung. Diskussionsbeitrag auf der Arbeitstagung der Schmalenbach-Gesellschaft 1958, in: ZfhF 1958, S. 477-478
- Ritter, Carl/Ritter, Justus: Aktiengesetz, 2. Aufl., Berlin-München 1939
- Rittershausen, Heinrich: Industrielle Finanzierungen, Wiesbaden 1964
- Derselbe: Die kurzfristigen Finanzdispositionen, Sonderdruck aus Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. I, 2. Aufl., Köln-Opladen 1966
- Rittner, Fritz: Die Verschwiegenheitspflicht der Aufsichtsratsmitglieder nach BGHZ 64, 325, in: Festschrift für Wolfgang Hefermehl, Hrsg. Robert Fischer u.a., München 1976
- Röller, Wolfgang: Anlegerschutz im Effektenwesen, Vortrag gehalten im Bank- und Börsenseminar am 9.2.1977, in: Mitteilungen und Berichte 8/1977, Nr. 22, S. 2-28, Institut für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln, Abt. Bankwirtschaft

- Roth, Günter H.: Verbot des Insiderhandels, in: Die Aktiengesellschaft 1978, S. 113-117
- Derselbe: Schadensersatzpflicht bei Börsengeschäften von Insidern im amerikanischen Recht, in: RabelsZ 1974, S. 720-738
- Rümker, Dietrich: Zur Auslegung der Insiderhandels-Richtlinien, in: Bank-Betrieb 1972, S. 1208-1211
- Rusch, Horst: Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956
- Samm, Carl-Theodor: Börsenrecht, Stuttgart-Wiesbaden 1978
- Schaeffer, Alfred: Bankgeheimnis, in: Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens, 3. Aufl., Hrsg. Emilio Albisetti u.a., Thun 1977, S. 98-103
- Scheller, Georg: Der Handel in amtlich nicht notierten Werten, Berlin 1924
- Schilling, Wolfgang, in: Großkommentar AktG, 1. Bd., 2. Halbbd., Berlin-New York 1973
- Schimrock, Hans: Arbeitsweise, Zielsetzung und Möglichkeiten der deutschen Investmentgesellschaften, Diss. Berlin 1960
- Schleif, Gerhard: Freiwilliges Korsett, in: Handelsblatt vom 30.1.1979, S. 6
- Schleis, Konrad: Wandelanleihen eine interessante Anlagealternative, in: Das Wertpapier 1976, S. 765-767
- Schlembach, Helmut: Industrieaktien unter der Lupe, in: Der Volkswirt 1964, Beilage zu Nr. 44, S. 37-40
- Derselbe: Die Bewertung von Aktien, 2. Aufl., München 1969
- Schlesinger, A.M.: Der Aufstieg der USA, New York 1951 und 1954
- Schmalenbach, Eugen: Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Köln-Opladen 1950
- Schmidt, Hartmut: Börsenorganisation zum Schutze der Anleger, Tübingen 1970
- Schmidt-Wenzel, Dietmar: Kapitalmarktregelung und Börsenreform nach deutschem Recht, Diss. Würzburg 1969
- Schmitthoff, Clive M.: Die Regelung von Take-over-bids im englischen Recht, in: Übernahmeangebote im Aktienrecht, Schriftenreihe der Gesellschaft für Rechtsvergleichung, Hrsg. E. v. Caemmerer und Hans-Heinrich Jeschek, Frankfurt 1976

Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, 2. Aufl., Opladen 1971

Derselbe: Renaissance der Bilanztheorie? In: ZfbF 1973, S. 29-34

Schneiders, Günter: Anlegerschutz im Recht der Effektenkommission, Berlin 1977

Schreib, Hans Peter: Ein Schritt zur Kapitalreform, in: Wirtschaftsdienst 1969, S. 313-317

Schrömgens, Kurt: Die Wahl der Aktienform, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, Hrsg. Oswald Hahn, München 1971, S. 493-519

Schubert, Werner/Küting, Karlheinz: Aspekte der aktienrechtlichen Eingliederung und Verschmelzung, in: Der Betrieb 1978, S. 121-128

Schütz, Wilhelm: Aktienpaket und Paketzuschlag, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Aufl., Frankfurt 1967, S. 41 f.

Schulz, Harald: In jedem zweiten Fall sind Insider am Ball, in: WP 1973, S. 41-44

Schwark, Eberhard: Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, in: Der Betrieb 1971, S. 1605-1609

Derselbe: Lücken im Anlegerschutz, in: Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, S. 7-12

Derselbe: Börsengesetz. Kommentar zum Börsengesetz, zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen und den Insider-Richtlinien, München 1976

Derselbe: Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979

Derselbe: Die Haftung aus dem Prospekt über Kapitalanlagen, in: Betriebs-Berater 1979, S. 897-903

Schwarze, Hans-Joachim: Ein hohes Maß an Transparenz, in: Börsen-Zeitung vom 19.4.1980, S. 9-10

Semler jr., Johannes: Die Aktien am Kapitalmarkt, in: Die Rolle einzelner Wertpapierarten auf dem Kapitalmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Frankfurt 1973, S. 149-173

Senn, Wendelin: Die westdeutschen Investmentgesellschaften, Diss. Nürnberg 1960

- Sichtermann, Siegfried: Das Bankgeheimnis in Deutschland, Frankfurt 1965
- Siebert, Georg (Hrsg.): Beiträge zur Aktienanalyse, Frankfurt 1972
- Siegmars, Jonas: Die Konzentration im österreichischen Bankwesen, in: Österreichisches Bank-Archiv 1968, S. 420-437
- Sommerfeld, Heinrich: Die betriebswirtschaftliche Theorie des Bezugsrechts, Stuttgart 1927
- Sonnenberger, Hans Jürgen: Französisches Handels- und Wirtschaftsrecht, Heidelberg 1975
- Stahl, Hans: Aktien vor und nach Kapitalerhöhungen, Frankfurt 1969
- Staudt, Eduard: Publizität der börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland und Frankreich, Diss. Karlsruhe 1972
- Stebut, Dietrich von: Gesetzliche Vorschriften gegen den Mißbrauch von Insiderinformationen, in: Der Betrieb 1974, S. 613-619
- Steder, Karl-Heinz: Die deutsche Investmentgesetzgebung, in: Investment-Handbuch, Hrsg. Leo Schuster, Stuttgart 1971, S. 209-240
- Steffan, Franz: Bayerische Vereinsbank 1869 - 1969, München 1969
- Steinmann, Horst: Das Großunternehmen im Interessenkonflikt, Stuttgart 1969
- Störrle, Winfried: Eigen- oder Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Mischformen, in: Handbuch der Unternehmensfinanzierung, Hrsg. Oswald Hahn, München 1971, S. 377-415
- Stolzenburg, Heinz-Dietrich: Anlegerschutz, in: Kreditwesen 1978, S. 826-828
- Straub, Hubert: Optimale Finanzdisposition, Meisenheim am Glan 1974
- Stucken, Rudolf: Spekulation, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Bd. 9, Stuttgart-Tübingen-Göttingen 1956 ff., S. 690
- Stützel, Wolfgang: Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Arndt, Helmut (Hrsg.): Die Konzentration in der Wirtschaft, 2. Bd., Berlin 1960, S. 907-987

- Stützel, Wolfgang: Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? In: Kreditwesen 1976, S. 12-16
- Süberling, Günter: Besonderheiten in der Vertriebspolitik offener Immobilienfonds, in: Kreditwesen 1979, S. 384-386
- Süchting, Joachim: Finanzmanagement, Wiesbaden 1977
- Tegethoff, Georg: Das Treuhandgeschäft der westdeutschen und amerikanischen Banken, Diss. Erlangen-Nürnberg 1962
- Thomas, Heinz, in: Palandt Bürgerliches Gesetzbuch, Bd. 7, 37. Aufl., München 1978
- Tilly, Wolfgang M.: Die amtliche Kursnotierung an den Wertpapierbörsen, Baden-Baden 1975
- Tormann, Wolfgang: Zum Anlegerschutz im Investmentbereich, in: Kreditwesen 1979, S. 137-138
- Ulsenheimer, Klaus: Zur Strafbarkeit des Mißbrauchs von Insider-Informationen, in: NJW 1975, S. 1999-2005
- Ungerer, M.: Insider-Geschäfte in der Schweiz - eine offene Frage, in: Die Aktiengesellschaft 1973, S. 204-205
- Völschau, Klaus: Die Verantwortlichkeit des aktienrechtlichen Abschlußprüfers, Diss. Hamburg 1966
- Volck, Klaus: Strafrecht gegen Insider? In: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1978, S. 1-18
- Vormbaum, Herbert: Finanzierung der Betriebe, 2. Aufl., Wiesbaden 1971
- Wacker, Wilhelm H.: Betriebswirtschaftliche Informationstheorie, Opladen 1971
- Walch, Joachim: Neuregelung der Insider-Empfehlungen, in: Sparkasse 1976, S. 55-58
- Waldthausen, Michael von: Handbuch des amerikanischen Stockbroker-geschäfts, Frankfurt 1963
- Waschkowsky, Hans: Prognose von Aktienkursen, Diss. Frankfurt 1971
- Wedel, Hermann: Der Partizipationsschein als Kapitalbeschaffungsmittel der Aktiengesellschaften, Berlin 1969
- Welcker, Johannes: Wandelobligationen, in: ZfbF 1968, S. 798 ff.

- Wiedemann, Herbert: Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, in: Betriebs-Berater 1975, S. 1591-1598
- Wiedemann, Herbert/Schmitz, Erich: Kapitalanlegerschutz bei unrichtiger oder unvollständiger Information, in: ZGR 1980, S. 129-145
- Wielens, Hans/Mülhaupt, Ludwig: Zum Streit um die Ausgliederung des Effektesgeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, in: Geld, Kapital und Kredit, Festschrift zum 70. Geburtstag von Heinrich Rittershausen, hrsg. von Hans E. Büschgen, Stuttgart 1968, S. 230
- Wielens, Hans: Inflation kein Alptraum, Herford 1971
- Wiethölter, Rudolf: Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961
- Derselbe: Die Publizitätsinteressen der Anteilseigner, in: Das Frankfurter Publizitätsgespräch, Hrsg. C.H. Barz u.a., Frankfurt 1962
- Wilhelmi, Klaus: Das neue Aktiengesetz, in: Die Aktiengesellschaft 1965, S. 153-155, 187-190, 247-250, 277-281, 307-310, 349-352
- Will, Michael R.: "Insider" ist jeder Indiser, in: RabelsZ 1975, S. 532-538
- Willners, Günter: Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren, Wiesbaden 1966
- Wirz, Edwin: Effektenbörsen und Firmenpublizität, Diss. Zürich 1969
- Wittmann, Waldemar: Unternehmen und unvollkommene Information, Köln und Opladen 1959
- Wohlfarth, Kurt: Die Wertpapiere und ihre Technik. Einführung in das gesamte Wertpapiergeschäft, Stuttgart 1956
- Wojtek, Ralf J.: Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, Berlin 1978
- Wolff, Werner: Börsenaufsicht in den USA, in: Die Aktiengesellschaft 1958, S. 58-62
- Würdinger, Hans, in: Großkommentar AktG, 1. Bd., 1. Halbband, 3. Aufl., Berlin-New York 1973
- Derselbe, in: Großkommentar AktG, 4. Bd., Berlin-New York 1975
- Wüstemann, Gerd: Probleme der Glaubwürdigkeit von Abschlußprüfern: Wirtschaftsprüfer und Certified Public Accountants, Frankfurt-Zürich 1975
- Zahn, Johannes: Erfahrungen mit Insiderproblemen in der Bundesrepublik, in: Österreichisches Bank-Archiv 1974, S. 201-208

Zahn, Johannes: Probleme und Reform der deutschen Börsen.
Rechtliche und kapitalmarktmäßige Probleme, in: Die
Aktiengesellschaft 1975, S. 169-175

Derselbe: Über die Leistungsfähigkeit des organisierten
Kapitalmarktes in Deutschland, in: Das Wertpapier 1976,
S. 193-197

Zimmerer, Carl: Die Organe der AG und die Stellung der Wirt-
schaftsprüfer, in: NB 1966, S. 44-49

Derselbe: Industriebilanzen lesen und beurteilen, 6. Aufl.,
München 1978

Derselbe: Die Beteiligungsfinanzierung der nicht-emissions-
fähigen Unternehmung, in: Handbuch der Unternehmensfinan-
zierung, Hrsg. Oswald Hahn, München 1971, S. 539-567

2. Geschäfts- und Jahresberichte, verschiedene Vorschriften und sonstige Quellen

Bayer Aktiengesellschaft, Bericht über das 2. Quartal und
1. Halbjahr 1978, Leverkusen 1978

Bericht 1977 der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düssel-
dorf, o.O., o.J.

Bericht 1978 der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düssel-
dorf, o.O., o.J.

Bericht 1979 der Rheinisch-Westfälischen Börse zu Düssel-
dorf, o.O., o.J.

Bericht und Antrag des Finanzausschusses, Drucksache 7/3248
19.2.1975, Deutscher Bundestag, 7. Wahlperiode

Börsenordnung für die Bayerische Wertpapierbörse in ihrer
Fassung vom 16. Oktober 1975, in: Verlegerbeilage zum
Amtlichen Kursblatt der Bayerischen Börse Nr. 214
vom 10. November 1975

Botschaft des Präsidenten der USA an den Kongreß, H.R. Rep.No.
1383, 73d. Congress, 2d Session, 1934, S. 1-2

Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Reihe 2, Wert-
papierstatistik

Deutscher Bundestag - 4. Wahlperiode - 184. Sitzung, in:
Verhandlungen des Deutschen Bundestages, Bd. 58, S. 9210-
9236

Deutscher Investment Trust (DIT), Rechenschaftsbericht
1978, o.O.

Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim
Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sog. Insider-
Probleme, abgedruckt in: Kreditwesen, Sonderveröffent-
lichung zu Heft 24 vom 15.12.1970

Empfehlung zur Bildung eines einheitlichen Gewinnbegriffes
zur Erleichterung der vergleichenden Aktienbeurteilung,
Heft 7 der Schriftenreihe: Beiträge zur Aktienanalyse der
Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlagebera-
tung, o.O., o.J.

Empfehlung der Kommission vom 25.7.1977 betreffend europäi-
sche Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen,
in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. L 212
vom 20.8.1977

Ernst, Gernot: Die Insiderfrage - Aufgabe wirtschaftlicher
Selbstverwaltung und Problem der Unternehmenstransparenz,
Vortrag am 10.2.1977 in der Frankfurter Wertpapierbörse -
Institut für Kapitalmarktforschung an der Johann Wolfgang
Goethe-Universität Frankfurt/Main

Europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktio-
nen, Empfehlung der Kommission der Europäischen Gemein-
schaften vom 25. Juli 1977 in der vom Bundesministerium
der Finanzen weitergegebenen Fassung vom 12. Juni 1979
(Zitierweise: Europäische Wohlverhaltensregeln)

Geschäftsbericht 1971 der Interfinanz GmbH & Co KG,
Düsseldorf, o.J.

Geschäftsbericht Deutsche Bank AG, o.O., 1978

Gesetz über eine Berufsordnung der Wirtschaftsprüfer (Wirt-
schaftsprüferordnung) vom 24.7.1961, veröffentlicht in:
Bundesgesetzblatt Teil I 1961, S. 1049-1075

Insider-Regeln aufgrund der Empfehlungen der Börsensachver-
ständigenkommission beim Bundesfinanzministerium, Köln
1976

Jahresbericht 1974 der Frankfurter Wertpapierbörse, Frank-
furt 1975

Jahresbericht 1976 der Frankfurter Wertpapierbörse, Frank-
furt 1977

Jahresbericht 1978 der Frankfurter Wertpapierbörse, Frank-
furt 1979

Jahresbericht 1979 der Frankfurter Wertpapierbörse, Frank-
furt 1980

Jahresbericht 1979 der Bayerischen Börse in München, München
1980

Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Vorschlag
eines Statuts für Europäische Aktiengesellschaften, o.O.,
1970

Konzentrationsenquôte Bundestagsdrucksache IV/2320 (1964),
B 323, S. 35-44

Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, März 1980

OLG Celle - Urteil vom 30.1.1974 - 9 U 73/73, abgedruckt in:
Der Betrieb 1974, S. 525-526

Rahn, Hans Rudolf: Der Schutz des Anlegers an der Börse,
Unveröffentlichter Vortrag, gehalten am 11.11.1977 an der
Hochschule St. Gallen/Schweiz

Richtlinien für die Berufsausübung der Wirtschaftsprüfer
und vereidigten Buchprüfer, festgestellt von der Wirt-
schaftsprüferkammer, Düsseldorf 1974

Umtauschangebot der Union-Investment-Gesellschaft mbH,
Wertpapiermitteilungen, Frankfurt 1979, S. 298

Wertpapierbestände privater Haushalte am Jahresende 1973,
Wirtschaft und Statistik 1975, S. 846-850

Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1973, Hrsg. Institut der Wirt-
schaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf 1973

Lebenslauf

Geburtsdatum und
-ort: 13. April 1942 in Berlin

Eltern: Wolfgang Anger und Frau Hildegard,
geb. Langner

Schulbildung: Volksschule in Berlin-West und
Gefrees/Ofr. 1948 - 1950,
Colegio Alemán in Montevideo/Uruguay
von 1950 - 1955,
Oberrealschule in Kulmbach von
1955 - 1961 mit abschließender
Reifeprüfung

Berufsausbildung: Kaufmännische Lehre in Bremen
von 1961 - 1963 mit abschließender
Kaufmannsgehilfenprüfung;
Ausbildereignungsprüfung im Juni 1974

Studium: Studium der Betriebswirtschaft an
der Universität München vom WS 1963/64
bis WS 1967/68
Diplomprüfung für Kaufleute im
Juli 1968
AIESEC-Praktikum in Barcelona
Juli bis September 1968
Ab WS 1976/77 Doktorand bei
Herrn Prof. Dr. Oswald Hahn

Berufliche Tätigkeit: Mitarbeiter der Deutsche Bank AG,
Filiale Nürnberg, seit 1.4.1969,
stellvertretender Leiter der Abtei-
lung für Vermögensanlagen seit 1972,
Ausbilder für innerbetriebliche
Aus- und Fortbildung seit Juni 1974,
Dozent an den Bankakademien Bayreuth,
Bamberg und Nürnberg.

Nürnberg, im September 1980

